BANQUE, FINANCE, M&A ET ASSURANCE

REVUE JURIDIQUE DU SECTEUR FINANCIER

NOVEMBRE 2023

ARTICLES

PORTRAITS

VULGARISATION



ASSOCIATION DU MASTER SECTEUR FINANCIER
UNIVERSITÉ TOULOUSE CAPITOLE

Revue Juridique du Secteur Financier

Revue éditée et hébergée par l'Association du Master Secteur Financier,
https://www.mastersecteurfinancier.fr/la-revue-du-master
2 Rue du Doyen Gabriel Marty - 31000 Toulouse
revuejuridiquedusecteurfi@gmail.com

Directeur de publication et rédacteur en chef :

Nasser Abouquir

Maquettiste :

Nelly Bézard

Auteurs :

Nasser Abouquir
Louis Allais
Nelly Bézard
Alan Buléon
Stanislas Calmettes
Émile Chauveau
Marina Gardon
Juan Pablo Gonzalez
Maxence Le Floch

ISSN en cours

ACTUALITÉS DU MASTER

Avec enthousiasme et fierté, l'association du master Secteur Financier est ravie de vous présenter le tout premier numéro de notre revue. Je tiens à exprimer mes sincères remerciements à Nasser Abouquir, l'initiateur de cette revue, pour son implication remarquable dans la conception de celle-ci.

Dans les lignes qui suivent, je vais partager avec vous les moments marquants de notre rentrée universitaire.

Tout d'abord, la période estivale a été le théâtre d'une intense préparation pour plusieurs étudiants du master 2 en vue de l'examen du CRFPA, dont les épreuves écrites se sont déroulées en septembre 2023. Trois d'entre eux se présenteront au grand oral lors du mois de novembre.

Ensuite, la rentrée de septembre 2023 a été un moment de retrouvailles et de découvertes. Nos étudiants de master 2 ont chaleureusement accueilli les 25 nouveaux étudiants de master 1, tissant ainsi les liens d'une année prometteuse.

Le 24 novembre 2023, nous célébrerons les 20 ans de l'Autorité des Marchés Financiers lors d'un colloque co-organisé par notre directeur de master à Paris, sous le haut patronage de madame Yaël Braun-Pivet (présidente de l'Assemblée nationale). L'ensemble des étudiants du master y seront présents.

Du 22 au 27 janvier 2024 et du 25 au 30 mars 2024, les étudiants du master 2 auront l'opportunité d'assister à Paris à de nombreux séminaires dans des institutions prestigieuses, dont McKinsey, BNP Paribas, l'AMF, ainsi que le cabinet d'avocats parrain de notre master, Herbert Smith Freehills. Ce séjour de formation sera couronné par le passage du grand oral dans leurs locaux.

Alors que l'année avance, la recherche d'un stage de fin d'étude s'intensifie. Dès le 1er avril 2024, nos étudiants seront prêts à intégrer les cabinets, les banques et les services juridiques de différentes entreprises pour un stage d'une durée de trois à six mois. Les professionnels souhaitant offrir des opportunités de stage aux étudiants de notre master peuvent nous contacter afin de leur transmettre.

En ce qui concerne la revue du master, nous sommes à la recherche de soutien financier afin de continuer à proposer un contenu de qualité. Si vous êtes intéressés pour promouvoir vos activités et devenir notre partenaire, n'hésitez pas à réserver un espace publicitaire dans notre prochain numéro.

Je vous souhaite une lecture enrichissante et captivante, et j'ai hâte de vous retrouver pour notre prochain numéro.

Louis Allais
Président de l'Association du Master Secteur Financier 2023/2024

SOMMAIRE

01 - ARTICLES

L'AVENIR INCERTAIN DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE FACE À L'ÉMERGENCE DE NOUVELLES FORMES DE PAIEMENT

Par Nasser Abouquir

Depuis les premières pièces de monnaie frappées par les Lydiens, il y a plus de deux mille six cents ans, jusqu'à l'émergence de la monnaie-papier évoquée par Marco Polo au XIIIe siècle, la monnaie fiduciaire a joué un rôle central dans les échanges commerciaux. Cependant, avec l'évolution des technologies et l'avènement des nouveaux moyens de paiement électroniques, la question de la disparition progressive de la monnaie fiduciaire se pose de manière de plus en plus prégnante.

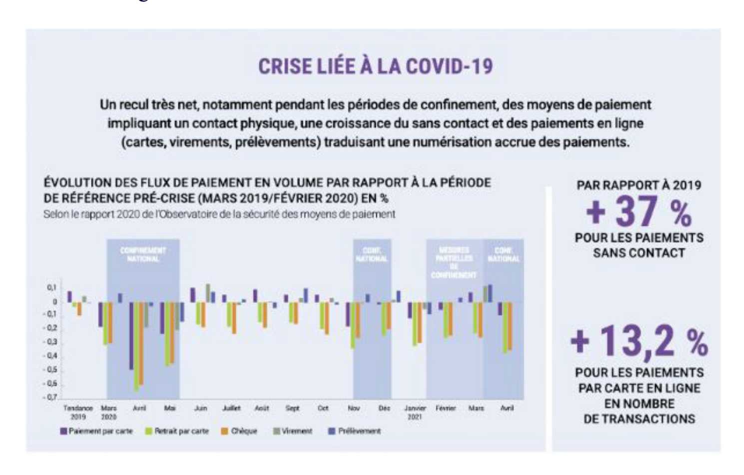
La monnaie, qu'elle soit fiduciaire ou scripturale, est un moyen d'échange essentiel qui facilite les transactions commerciales et permet d'évaluer la valeur des biens. L'Agora des Grecs, premier marché à grande échelle, en est un exemple précoce. Toutefois, les nouvelles formes de paiements électroniques remettent en question la prédominance de la monnaie fiduciaire.
La monnaie fiduciaire désigne les pièces et les billets physiques en circulation. En France, c'est la Banque de France qui fabrique la monnaie, avec l'assistance de la Monnaie de Paris pour les pièces, et dispose du monopole de l'émission de cette monnaie, qui seule a cours légal. Quant à la monnaie scripturale, elle ne connaît pas d'existence physique, elle désigne les avoirs au crédit des comptes bancaires détenus par les agents économiques et créés par les banques commerciales.
L'arrivée de l'euro, en tant que monnaie unique, a favorisé les échanges entre les pays membres de l'Union européenne et renforcé l'intégration économique de la zone euro. Cette unification monétaire a également stimulé l'innovation dans les technologies de paiement, encourageant ainsi l'adoption de nouvelles formes de transactions.

À l'échelle mondiale, la diminution de l'utilisation de la monnaie fiduciaire est une réalité observée depuis quelques années. En ce sens, il convient de citer la Suède dont les paiements en espèces représentaient moins de 10 % de l'ensemble des paiements effectués en 2020, selon la Banque centrale de Suède. D'autres pays, tels que la Chine, le Danemark, ou encore les États-Unis, connaissent également une baisse significative de l'utilisation de l'argent liquide.

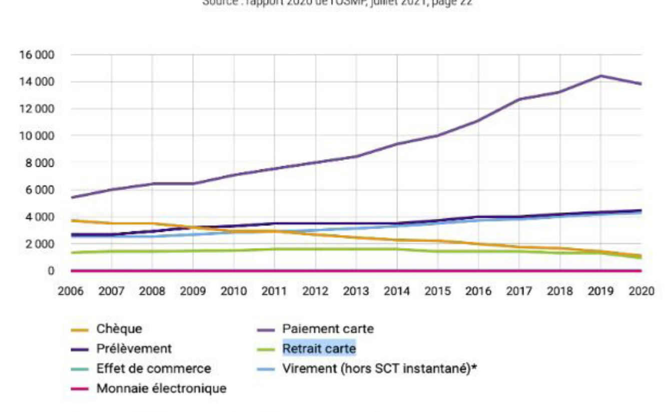
I. Les avantages des nouveaux moyens de paiement électroniques

Les paiements électroniques offrent plusieurs avantages par rapport à l'utilisation de la monnaie fiduciaire. Tout d'abord, ils réduisent le risque de fraude, car les transactions sont enregistrées et tracées. Cela a pour conséquence que les paiements numériques contribuent à la prévention des activités illicites et renforcent la transparence des transactions.
De plus, les paiements électroniques simplifient la traçabilité du mouvement d'argent, facilitant ainsi la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. La directive européenne (UE) 2015/849 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme impose des obligations strictes en matière de lutte contre le blanchiment d'argent pour les prestataires de services de paiement.

Un des avantages les plus incontournables est la rapidité d'utilisation des paiements dématérialisés. Depuis la crise du Covid-19, le paiement sans contact en magasin a augmenté de manière significative.



Ce type de paiement par carte bancaire ou téléphone mobile s'impose par sa simplicité et sa rapidité d'exécution. Il n'est plus nécessaire de s'encombrer de piécettes pour une baguette de pain, mais simplement de se munir de son téléphone pour régler. Ce mode de paiement permet aux consommateurs d'économiser du temps, mais aussi de faciliter la vie des entreprises.



1 Jacob Goldstein (2022), La véritable histoire de la monnaie, Dunod.
2 Directive révisée (UE) 2015/2366 sur les services de paiement (DSP2).
3 Directive (UE) 2015/849 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme.

L'argent liquide doit être régulièrement transporté, que ce soit pour être stocké tel quel ou pour être transformé en monnaie scripturale. Ces manipulations peuvent entraîner la convoitise d'individus mal intentionnés, comme, à titre d'illustration, le braquage récent d'un fourgon blindé à Lyon pour un montant de 9 millions d'euros. Au contraire, l'intérêt de la monnaie scripturale est qu'un simple jeu d'écriture permet le paiement. Ce caractère instantané, mais surtout sans stockage physique, vient réduire les vols avec violence.

En France, la seule monnaie officielle est l'euro, conformément à l'article L.111-1 du code monétaire et financier. Concrètement, les créanciers ne peuvent refuser un paiement en euro. Cependant, il est possible d'utiliser d'autres moyens de paiement si le marchand l'accepte. Cette faculté des marchands permet, en conséquence, de régler dans des monnaies privées. L'exemple le plus parlant est la crypto-monnaie, qui est aujourd'hui acceptée par un nombre de commerçants réduit, mais croissant. Malgré sa volatilité, leurs détenteurs mettent en avant la forte anonymisation et la confidentialité qui accompagne ce mode de paiement grâce au système de la blockchain.

Pour faire face à cette concurrence numérique, la création d'une monnaie électronique prévue par les banques centrales est née. En Europe, la BCE est en phase d'étude pour un euro numérique depuis 2021.
Quel serait l'intérêt de cette monnaie numérique ? Selon l'institution européenne : *« l'existence d'une monnaie numérique émise par la banque centrale constituerait un point d'ancrage de stabilité pour les systèmes monétaire et de paiement. Un euro numérique renforcerait également la souveraineté monétaire de la zone euro et favoriserait la concurrence et l'efficacité dans le secteur européen des paiements »*.

À l'inverse de l'Europe, certains pays ont déjà commencé à utiliser une telle monnaie.
La Chine en est une illustration édifiante avec sa monnaie numérique, le e-yuan. En effet, la Chine a commencé le développement de sa monnaie numérique dès 2014, et a même déjà commencé des phases de test à grande échelle. Un des principaux atouts avancés par la banque centrale chinoise, pour ce nouveau mode de paiement, est la possibilité d'opérer des paiements hors-ligne, c'est-à-dire que l'absence de réseau ne sera plus un handicap pour un paiement électronique. Néanmoins, certaines conditions sont à respecter, il est nécessaire que les parties à la transaction aient un portefeuille numérique de e-yuan installé sur leur mobile, cela peut donc se faire sans réseau, mais aussi sans compte bancaire.

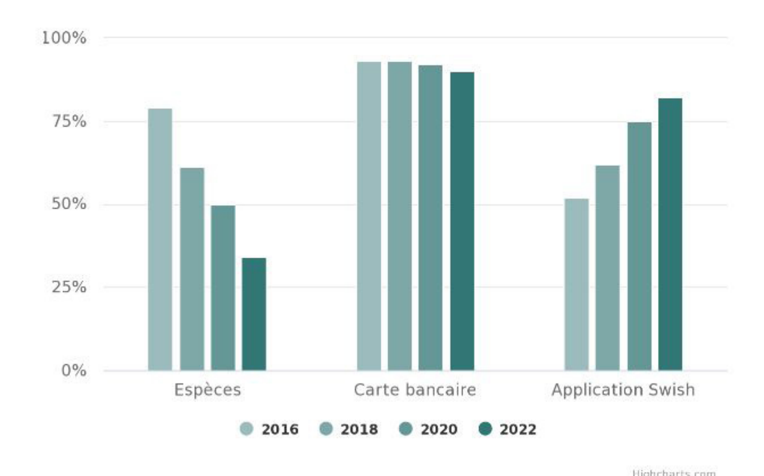
II. Les inconvénients et les défis à relever

La disparition de la monnaie fiduciaire pose des défis majeurs. Certains publics vulnérables, tels que les personnes dépourvues de compte bancaire ou les personnes âgées, pourraient être exclus du système financier si des alternatives adaptées n'étaient pas mises en place. Il est donc crucial de garantir l'inclusion financière en développant des solutions permettant à ces individus d'accéder aux services financiers numériques.

De plus, les pannes technologiques peuvent entraîner des difficultés lors des paiements électroniques. La panne de la société de services de paiements Visa en 2018, en est un parfait exemple. Il est donc nécessaire d'établir des protocoles de secours pour gérer de telles situations, afin d'assurer la continuité des transactions.

En France, le droit au respect de la vie privée a été affirmé en 1948 par la Déclaration universelle des droits de l'homme des Nations unies, puis par la suite le Conseil constitutionnel lui a consacré une valeur constitutionnelle. De ce droit, découle aujourd'hui la protection des données personnelles. Et la question de la protection des données personnelles ne peut être évitée lorsque l'on parle du domaine numérique. L'usage de mode de paiement électronique invite à s'interroger sur le respect du droit à la vie privée. En effet, à chaque utilisation de ces outils, nos données sont conservées par des acteurs qu'ils soient privés ou publics. L'anonymat des transactions est un élément essentiel comme a pu le rappeler la CNIL, dans un Livre blanc sur les données et moyens de paiement en 2021.

À ce sujet, la Chine est accusée par certains observateurs d'utiliser sa nouvelle monnaie numérique afin de pouvoir contrôler sa population. En effet, avec le e-yuan, le gouvernement chinois et la Banque centrale de Chine ont accès aux informations de paiement des utilisateurs, cette possibilité ne sera plus restreinte qu'aux seuls acteurs privés. Le gouvernement chinois affirme que par ce biais la protection des données sera accrue. À cet égard, elle précise que l'anonymat est la règle pour les transactions d'un faible montant, et dans le cas de transactions importantes il y a une traçabilité. Grâce à cette traçabilité, il est possible d'avoir accès à l'ensemble des données personnelles liées à la transaction et de bloquer le portefeuille numérique de l'utilisateur.



Pourtant, il y a peu de temps, un changement de cap s'est opéré. En effet, à partir de 2020, et plus encore en 2023, suite à une initiative du législateur suédois en réponse à une opposition populaire, notamment motivée par des questions liées à l'intégration financière et à l'insécurité que représentent les moyens de paiement dématérialisés en temps de crise, l'utilisation de l'argent liquide recommence à augmenter en Suède.

4 Working Group on E-CNY Research and Development of the People's Bank of China (2021), Progress of Research & Development of E-CNY in China.
5 Banque centrale européenne (octobre 2020). Rapport sur un euro numérique.
6 Banque centrale européenne (juillet 2022). Arguments en faveur d'un euro numérique : objectifs principaux et réflexions conceptuelles
7 Banque centrale européenne (octobre 2022). L'euro numérique et l'importance de la monnaie de banque centrale.
8 Eric Albert (juin 2018). Une panne a affecté certains paiements par carte bancaire

Enfin, la disparition de la monnaie fiduciaire aurait des implications juridiques significatives. Elle nécessite une adaptation toujours plus importante des réglementations financières et monétaires pour refléter la spécificité des nouveaux moyens de paiement. À titre d'illustration, la directive révisée de l'Union européenne 2015/2366 sur les services de paiement (DSP2) impose des obligations spécifiques aux fournisseurs de services de paiement pour protéger les consommateurs et garantir la sécurité des transactions électroniques.

Visa en Europe. Le Monde.
9 CNIL (2021). Quand la confiance paie : Les moyens de paiement d'aujourd'hui et de demain au défi de la protection des données. Livre blanc n°2.
10 De Vauplane, H. (2023, 1er février), Contrôler et conquérir : qu'est-ce que le Yuan numérique ?. Le Grand continent.

Pour conclure, l'évolution des paiements électroniques remet en question l'avenir de la monnaie fiduciaire. Bien qu'elle présente des avantages tels que la réduction des risques de fraude et une traçabilité accrue des transactions, sa disparition soulève également des préoccupations juridiques et pratiques. Il est crucial de trouver un équilibre entre les avantages des nouveaux moyens de paiement et les besoins des individus et des secteurs sensibles. Les avancées technologiques et les évolutions réglementaires devront accompagner cette transition pour garantir la stabilité et la confiance dans le système financier.

11 Jens Arnoldsson ; Max Brimberg (2023). L'argent liquide a pratiquement disparu en Suède. La Vie économique.
12 Banque nationale suédoise (2023), Cost of Payments in Sweden, Riksbank Studies n° 1 2023.

02 - ARTICLES

COMMENT EXPLIQUER LE SUCCÈS GRANDISSANT DU LIVRET A ET QUEL EST SON AVENIR ?

Par Louis Allais

Le Livret A est un produit d'épargne réglementé très populaire en France depuis sa création en 1818. Avec sa simplicité, sa sécurité, sa liquidité et son taux d'intérêt avantageux, le Livret A est devenu un outil indispensable pour de très nombreux épargnants. De plus, il sert également de financement pour les organismes d'intérêt général, tels que les HLM ou les associations.

Toutefois, malgré son succès grandissant, le livret A est-il encore un produit d'épargne attractif aujourd'hui ? Quel est son avenir face à la concurrence et aux changements économiques et réglementaires ?

Cet article propose d'analyser les raisons du succès du Livret A et de discuter de son avenir à la lumière de ces enjeux.

Un succès grandissant du Livret A ?

Le placement préféré des Français, avec près de 55 millions de livrets A ouverts actuellement en France, connaît un début d'année record en 2023 depuis 2009. En effet, ces livrets ont été renforcés de plus de 20 milliards d'euros au premier trimestre de 2023 d'après la Caisse des Dépôts et Consignations. Le livret A représente désormais à lui seul plus de 40% de l'ensemble de l'épargne réglementée, soit plus de 350 milliards d'euros en 2023.

Il est pertinent d'analyser les raisons pour lesquelles le livret A connaît un regain d'intérêt et quatre raisons peuvent être identifiées :

Tout d'abord, la pandémie de Covid-19 et les mesures de confinement ont conduit les ménages à revoir leur stratégie d'épargne. En effet, avec la réduction des dépenses et l'incertitude économique, de nombreux Français ont choisi de placer leur argent sur des comptes d'épargne réglementés tels que le Livret A. Selon la Caisse des Dépôts et Consignations, cette période a connu une augmentation de 50% des encours du Livret A, ce qui démontre bien l'impact de la crise sanitaire sur les habitudes d'épargne des Français.

La deuxième raison est que le Livret A offre une sécurité incontestable. Les fonds déposés sur ce livret sont garantis par l'État français, ce qui signifie que, même en cas de faillite de l'établissement financier qui gère le livret, les épargnants ne perdront pas leur argent. Avec les fluctuations économiques et les incertitudes actuelles, de nombreux épargnants se tournent vers des produits d'épargne plus sûrs, comme c'est le cas du Livret A.

En outre, le relèvement du taux de rémunération, qui est passé de 1 à 3 % (+1 point en août 2022 et +1 point en février 2023) en moins de 12 mois est à prendre en compte.

En effet, le Cercle de l'Épargne, organisme indépendant d'étude de l'épargne en France, rappelle que les épargnants ont tendance

1 Gouvernement français. (2022, 24 mai). Le ministère de l'Intérieur publie la liste officielle des candidats aux législatives. www.service-public.fr. https://www.service-public.fr/particuliers/actualites/A15728
2 Livret A. (2023, août 1). Service-public.fr. https://www.service-public.fr/particuliers/vosdroits/F2365

à réagir favorablement à l'annonce d'un relèvement de taux, ce qui explique en partie le regain d'intérêt pour le Livret A en 2023. Cela montre que les épargnants sont sensibles aux variations des taux d'intérêt et qu'ils sont prêts à modifier leurs comportements d'épargne en conséquence. Cette réaction est compréhensible, car un taux plus élevé signifie des gains plus importants pour les épargnants.

Enfin, l'inflation est un facteur crucial à prendre en compte lorsqu'il s'agit de choix d'investissement. En effet, une inflation élevée conduit à une dévaluation importante des avoirs en espèces ou de l'argent laissé sur des comptes bancaires non rémunérateurs comme les comptes courants. Les épargnants cherchent ainsi à protéger leur épargne de la dépréciation en la plaçant sur un compte qui offre une rémunération tel que le Livret A qui offre actuellement un taux de rémunération de 3 %. D'autant plus que le Livret A est lui aussi très liquide, presque autant qu'un compte courant, donc y placer son argent ne conduira pas les épargnants à changer leurs habitudes.

Quel avenir pour le Livret A ?

En ce qui concerne l'avenir du Livret A, il est important de souligner que bien que ce produit d'épargne connaisse actuellement un succès phénoménal, il pourrait perdre de son attrait si l'inflation restait élevée dans les années à venir. En effet, le taux de rendement actuel (3 %) ne suffit pas à suivre l'inflation qui est actuellement comprise entre 6 % et 8 %, ce qui signifie que le rendement réel du Livret A est négatif d'au moins trois points. Ainsi la valeur de l'épargne placée sur un Livret A diminue avec le temps.

Le taux de rémunération du Livret A ayant été maintenu à 3% le 1er août, il ne permet pas de compenser la différence entre l'inflation et le taux d'intérêt du Livret A. Néanmoins, il convient de noter que ce n'est pas la première fois que le taux d'intérêt du Livret A est inférieur à celui de l'inflation. Dans les années 1970-1985, par exemple, le taux d'intérêt du Livret A était également inférieur à celui de l'inflation. Si cela se produit, il est possible que les épargnants se tournent vers des placements plus rémunérateurs mais également plus risqués et moins liquides, tels que la pierre-papier ou un Plan d'Epargne en Action.

Par ailleurs, il existe une alternative intéressante au Livret A, à savoir le Livret Développement Durable et Solidaire (LDDS), qui présente des caractéristiques similaires au Livret A, mais avec un plafond de versement plus bas (12 000€) et une utilisation différente de l'argent collecté. Les fonds collectés sur le LDDS financent la transition écologique, ce qui en fait une option attractive pour ceux qui cherchent à investir de manière plus responsable. Toutefois, bien que ce livret suscite des critiques quant à son véritable impact, il représente une alternative intéressante au Livret A qu'il convient de prendre en compte.

En conclusion, bien que le Livret A soit actuellement un produit d'épargne très attractif, il est possible que d'autres produits d'épargne plus rémunérateurs ou plus responsables finissent par lui faire concurrence dans un avenir proche.

03 - ARTICLES

SILICON VALLEY BANK : ANATOMIE D'UNE CHUTE

Par Stanislas Calmettes

La Silicon Valley Bank (dite « SVB ») est une banque californienne spécialisée dans le financement des start-ups de la tech et de la santé. Fondée en 1983, elle connaît une lente ascension jusque dans les années 2000, avant de devenir une banque de premier plan pour les start-ups de la Silicon Valley. Elle enregistre une ruée de dépôts à partir du premier trimestre 2020, idylle qui durera jusqu'au premier trimestre 2022.
Ces dépôts s'expliquent en majeure partie par le portefeuille de clients de cette banque ; ceux-ci sont essentiellement des start-ups financées par des levées de fonds successives. Or, à partir du premier trimestre 2022, la Réserve fédérale américaine relève ses taux directeurs, proche de 0% depuis 2020, jusqu'à 4,57% au moment de la banqueroute de SVB. Les clients de SVB ont alors limité les dépôts et la tendance s'est inversée, les start-ups utilisant leurs dépôts pour faire face à leurs dépenses courantes. Alors qu'elle montre des signes de difficulté en termes de liquidité, les clients de la Silicon Valley Bank prennent peur et la banque s'effondre, le 10 mars 2023, après un bank run que certains qualifient de sprint.

Les récents changements de réglementation bancaire ont-ils été la cause de ce krach ? Pour tenter une réponse, cette nouvelle réglementation doit être exposée avant d'observer les raisons ayant amené à cette faillite.

1. Les réformes récentes du secteur bancaire américain

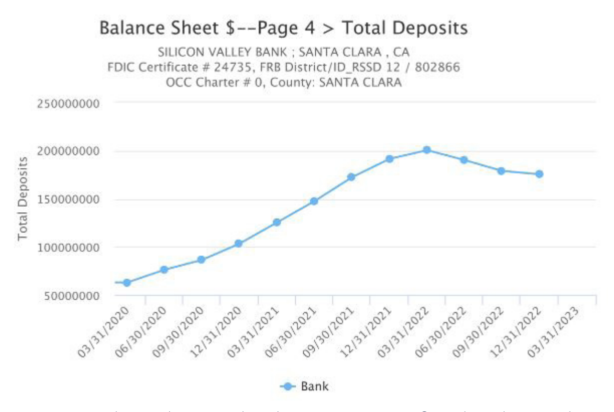
Le Dodd-Frank Act est adopté en 2010 à la suite de la crise des subprimes pour renforcer le contrôle du gendarme bancaire et il s'est attaché à fortement réguler les banques que l'on peut

1 Boone, J., & Cotte, R. (2023, 29 mars). Ces 15 jours de panique qui ont ébranlé le système bancaire. Les Echos. https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/ces-15-jours-de-panique-qui-ont-ebranle-le-systeme-bancaire-1920163
2 Cotte, R. (2023, 15 mars). Comprendre la tempête provoquée par la chute de SVB en 7 points. Les Echos. https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/comprendre-la-tempete-provoquee-par-la-chute-de-svb-en-7-points-1914802
3 Gestion, L. F. (2023). Analyse de la situation : Silicon Valley Bank. Tribune Lazard Frères Gestion. https://latribune.lazardfreresgestion.fr/analyse-de-la-situation-sili-

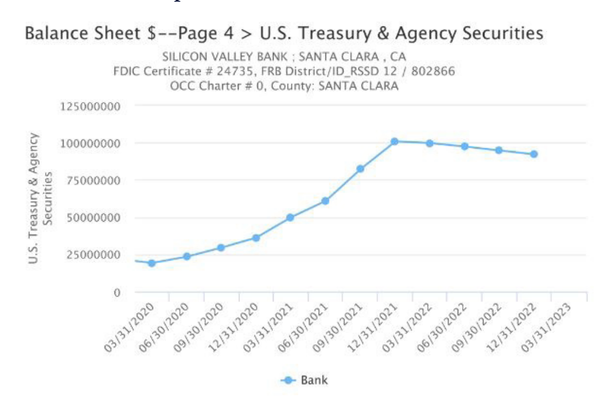
qualifier d'importantes (« *Global systemically important banks* » ou G-SIB). En 2018, sur une initiative de Donald Trump, la loi est assouplie : la réglementation prudentielle provenant de l'accord de Bâle III est réservée aux grandes banques totalisant plus de 250 milliards au bilan, réduisant le nombre de banques assujetties à ces règles de 38 à 12.
Avec cette nouvelle réglementation, les banques sont divisées en 4 catégories. Les deux premières catégories sont soumises aux règles de Bâle tandis que les deux autres (totalisant moins de 250 milliards de dollars au bilan) ne le sont que partiellement. Il est ainsi à noter que la dernière catégorie ne doit pas nécessairement tenir le ratio supplémentaire de levier de 3% (proposé par Bâle III) ni le ratio de liquidité sur 30 jours (les actifs considérés les plus liquides sur l'ensemble des sorties de fonds attendus sur cette période).
Comment la Silicon Valley Bank a-t-elle évolué à partir de ce moment ?

2. La croissance fulgurante de SVB de 2020 à 2022

SVB connaît une forte augmentation des dépôts à partir de 2020. Cet afflux s'explique par le financement peu onéreux des start-ups clientes de SVB (taux quasiment à 0%) et la bonne résistance de ces entreprises pendant la crise Covid, attirant les investisseurs. La banque californienne enregistrait ainsi 62 milliards de dollars de dépôts au premier trimestre 2020 (T1 2020) puis près de 200 milliards de dépôts au premier trimestre 2022 (T1 2022). V. le graphique (en milliers de dollars) ci-dessous pour constater l'évolution.



Face à cette abondance de dépôts, SVB fait le choix d'investir sur un portefeuille obligataire à long terme, principalement constitué de titres adossés à des créances hypothécaires (dits « *mortgage-backed securities* » ou MBS). V. le second graphique (en milliers de dollars) ci-dessous montrant l'évolution de l'investissement dans des obligations à faible rendement au moment de leur acquisition.



Si ce type d'investissement peut être intéressant, l'erreur majeure de SVB réside dans le choix d'un investissement à long terme alors que la banque enregistrait la quasi-totalité des dépôts clients sur des comptes sans maturité, c'est-à-dire pour lesquels les clients peuvent retirer leurs fonds à tout moment, par opposition aux comptes à terme.
Ainsi, au T1 2020, la banque comptait pour 26,3 milliards de dollars en obligations diverses puis en comptait pour 124,6 milliards au T1 2022.

3. La situation de SVB masquée par des faveurs comptables

Comment la situation de la Silicon Valley Bank a-t-elle pu passer sous les radars ? Pour répondre à cette question, il faut en premier lieu expliquer la situation de cette banque tout au long de l'année 2022.

Pour rappel, SVB connaît un portefeuille de clients d'une même industrie. Sans diversification de clientèle, une banque est autant exposée à des dépôts en masse qu'à des retraits de même puissance. Avec la forte croissance des taux directeurs (« *fed funds rates* »), les levées de fonds ont été limitées sur l'année 2022, obligeant les start-ups à utiliser leur cash pour les dépenses courantes. De fait, SVB connaît de forts retraits tout au long de l'année 2022. Or, sans actifs hautement liquides, une banque fait difficilement face à ces retraits soudains. Sur ce point, notons que l'étau se resserre alors à partir du premier trimestre 2022 sur la banque californienne.

D'une part, les dépôts diminuent du fait de la montée des taux directeurs. D'autre part, le portefeuille obligataire diminue en valeur de marché du fait de la même montée des taux directeurs : en effet, les nouveaux titres proposés sur le marché connaissent des taux bien plus rémunérateurs que ceux acquis par SVB de 2020 à 2022. Pour le dire autrement, les demandes de retrait sont de plus en plus importantes alors que la liquidité relative de la banque s'amenuise.
Toutefois, par certaines faveurs comptables, cette baisse de liquidité ne se remarque pas facilement. En effet, la banque comptabilise une part importante de ce portefeuille obligataire (91 milliards de dollars au dernier trimestre 2022) comme « *held-to-maturity securities* ». Cette section du bilan est réservée aux obligations que les banques envisagent de garder jusqu'à leurs termes. Les normes comptables américaines permettent de valoriser ces « *securities* » à leur coût d'origine.

L'autre partie du portefeuille obligataire est comptabilisée comme « *available-for-sale* », section du bilan réservée aux obligations pour lesquelles les banques envisagent une vente avant l'arrivée à maturité. Les normes comptables obligent, pour ces obligations, une valorisation au prix de marché.

Il existe alors une première conséquence : les obligations enregistrées comme HTM (« *held-to-maturity* ») ne sont pas valorisées à leur juste valeur. Au dernier trimestre 2022, le portefeuille obligataire HTM ne valait en réalité que 76 milliards de dollars sur le marché (au lieu de 91 milliards !). Les normes permettent cette valorisation au prix historique car l'intention

con-valley-bank/
4 Lessons from applying the liquidity coverage ratio to Silicon Valley Bank. (s. d.). Yale School of Management. https://som.yale.edu/story/2023/lessons-applying-liquidity-coverage-ratio-silicon-valley-bank

du porteur n'est pas de les vendre sur le marché. Pour une banque en manque de liquidité, cette comptabilisation paraît premièrement trompeuse.

Les obligations comptabilisées comme AFS (« *available-for-sale* ») sont censées être valorisées à leur prix de marché. Toutefois, il importe d'expliquer comment cette valorisation est faite : en réalité, les obligations sont valorisées au prix historique dans la section AFS et la différence de valeur avec le prix de marché est enregistrée dans une section dénommée « *Accumulated Other Comprehensive Income* » (AOCI) soit « *Cumul des autres éléments du résultat étendu* ». Bâle III impose d'imputer l'AOCI sur ledit Common Equity Tier 1 Capital (CET1 Capital), c'est-à-dire les fonds propres les plus solides d'une banque.
Cette exigence n'a toutefois pas été entièrement transposée en droit bancaire américain. Pour les banques au bilan inférieur à 250 milliards de dollars, et même 700 milliards depuis la réforme du Dodd-Frank Act de 2018, il est possible de choisir de ne pas se soumettre à cette exigence.

Une deuxième conséquence apparaît alors : le CET1 Capital n'est pas réduit des pertes encore non réalisées par SVB. Ces pertes non réalisées sur le portefeuille AFS sont de 1,880 milliards de dollars au T4 2022.

Prises ensemble, les pertes encore non réalisées des obligations HTM et AFS grèvent les fonds propres de SVB de près de 17 milliards de dollars !
Autant de facteurs fondent une apparence de liquidité supérieure à la réalité pour SVB. Les indicateurs de liquidité de la banque sont alors verts, alors qu'ils auraient dû être rouge vif.

4. Les indicateurs de liquidité : du vert au rouge vif selon les calculs

Plusieurs indicateurs existent pour témoigner de la liquidité d'une banque, de sa situation financière ou de sa capacité à faire face à une situation économique dégradée. Ces indicateurs sont spécifiquement surveillés durant les « *stress tests* » (tests de résistance), tests au cours desquels une banque est fictivement placée dans une situation difficile.
Quelques indicateurs intéressants :
• Le ratio de levier : le Tier 1 Capital (CET1 Capital + Capital de Tier 1 additionnel) sur l'ensemble des actifs consolidés ;
• Le ratio du CET1 Capital : le CET1 Capital sur l'ensemble des actifs ajustés de leurs risques ;
• Le Liquidity Coverage Ratio (LCR) ou ratio de couverture de liquidité : l'ensemble des actifs dits hautement liquides (définis par Bâle III) sur la potentielle demande de retrait sur 30 jours.

Au dernier trimestre 2022, voilà les 3 ratios chez SVB comparés à la moyenne des ratios des banques américains au bilan supérieur à 100 milliards de dollars :

	SVB	Moyenne nationale
Ratio de levier	8,1135	8,76
Ratio du CET1 Capital	12,059	11,70
LCR	Exemptée	>100 (env. 125 chez les G-SIB)

Si les deux premiers ratios semblent relativement conformes, il doit être rappelé que la base du calcul (soit le Tier 1 Capital) est faussée par l'AOCI, celui-ci n'étant pas soustrait au Tier 1 Capital. Aussi, le LCR n'est pas nécessairement calculé à partir de la réglementation de 2018 pour toutes les banques au bilan inférieur à 700 milliards de dollars.

En tenant compte des pertes non réalisées (enregistrées dans l'AOCI) dans le calcul du Tier 1 Capital et si le LCR avait été calculé pour le dernier trimestre 2022, voici des indicateurs plus proches de la réalité de la situation de SVB :

	SVB	Moyenne nationale
Ratio de levier	7,2421	8,76
Ratio du CET1 Capital	10,4	11,70
LCR	75	>100 (env. 125 chez les G-SIB)

Ces valeurs sont bien plus alarmantes : le calcul du LCR, bien qu'exempté pour SVB, expose l'incapacité de cette banque à faire face à un nombre élevé de retraits pendant 30 jours. Il lui manque ainsi près de 18 milliards de dollars pour atteindre 100% de couverture des retraits sur 30 jours.

Comment la surveillance de SVB a-t-elle pu faire défaut à ce point ? La réforme du Dodd-Frank Act de 2018 en est principalement la raison.

5. Échec de la supervision de SVB par la Fed

De l'aveu même du vice-président pour la supervision du Conseil des Gouverneurs de la Réserve Fédérale des États-Unis, Michael Barr, la supervision de SVB a échoué, tant pour exposer les vulnérabilités de SVB à mesure que la banque grandissait, que pour traiter avec diligence les vulnérabilités exposées.

Le premier responsable de cet échec est le conseil d'administration de la Silicon Valley Bank en échouant dans la gestion du risque. SVB est un cas typique de mauvaise gestion des risques de base liés aux taux d'intérêt et aux liquidités.
La Réserve Fédérale (la Fed) est le deuxième responsable. Celle-ci a totalement échoué dans sa supervision.

Comment la Fed supervise-t-elle les banques américaines ?
La Fed catégorise les banques en portefeuilles pour apporter une supervision adaptée à chaque banque. En 2021, la Silicon Valley Bank a évolué du portefeuille RBO (« *Regional banking organizations* », organisations bancaires régionales), pour les banques au bilan compris entre 10 et 100 milliards de dollars, au

5 Review of the Federal Reserve's Supervision and Regulation of Silicon Valley Bank. (s. d.). Dans federalreserve.gov. Board of Governors of the Federal Reserve System. Consulté le 28 avril 2023, à l'adresse https://www.federalreserve.gov/publications/files/svb-review-20230428.pdf

6 Consolidated Financial Statements for Holding Companies—FR Y-9C. (s. d.). Dans www.ffiec.gov. Board of Governors of the Federal Reserve System. Consulté le 31 décembre 2022, à l'adresse https://www.ffiec.gov/npw/FinancialReport/ReturnFinancialReportPDF?rpt=FRY9C&id=1031449&dt=20221231

portefeuille LFBO (« L*arge and foreign banking organizations* », organisations bancaires grandes et étrangères) pour les banques au bilan supérieur à 100 milliards de dollars. Notons que le seuil du portefeuille LFBO est passé de 50 à 100 milliards avec la réforme de 2018 et que l'application de la supervision du portefeuille LFBO pour SVB a été, par cette réforme, retardée de 3 ans.

Il doit être retenu que la supervision est bien supérieure pour les banques du portefeuille LFBO que les banques du portefeuille RBO. Notamment, une équipe entière est dédiée pour chaque banque dite LFBO. La constitution de l'équipe supervisant SVB a été particulièrement lente, n'ayant pas été prévue au préalable. Le rapport sur la supervision de SVB publié en avril note que la réforme de 2018 a entraîné de larges différences entre les programmes de supervision des portefeuilles RBO et LFBO, de telle sorte qu'elle a limité la capacité à préparer une banque à transiter du premier portefeuille vers le deuxième. La crise sanitaire est également une raison avancée pour la brutalité de la transition entre les portefeuilles, des stress tests ayant notamment été annulés pendant la rapide ascension de SVB.

Le rapport sur la supervision de SVB retient que malgré la reconnaissance d'une augmentation des risques en liquidité et en marché (« *liquidity and market risks* »), les superviseurs n'ont pas pleinement apprécié les risques associés à un portefeuille client concentré ou à la stratégie d'investissement de SVB.

D'une manière plus globale, le programme de supervision RBO est jugé insuffisant, a posteriori, pour une banque à la croissance si rapide. Le manque de prévoyance et la lenteur pour adapter la supervision aux exigences du portefeuille suivant sont spécifiquement soulignés.
Les experts tant professionnels qu'universitaires soulignent les manquements dans la supervision de SVB.

Chaque banque entrant dans le portefeuille LFBO est notée pour 3 catégories : le capital, les liquidités et la gouvernance et la gestion du risque (« *governance and control* »). Si le capital a été noté « *Broadly meets expectations* » (Répond largement aux attentes), soit la note la plus haute, les liquidités n'ont été notés que « *Conditionally meets expectations* » (Répond conditionnellement aux attentes) et la gouvernance et la gestion du risque ont été notées « Deficient » (Déficient), la note la plus basse, censée entraîner un plan d'action.

Le rapport sur la supervision de SVB note un retard pour engager des actions remédiant aux vulnérabilités trouvées sur la gestion du risque et un mauvais examen des liquidités ne révélant pas les problèmes fondamentaux de SVB (particulièrement le manque d'actifs hautement liquides) ou passant outre ces problèmes, bien que détectés (cas du stress test interne des liquidités réalisé en mai 2022 caractérisant une impossibilité à répondre aux potentielles demandes de retrait).

Précisons surtout que SVB a été, pendant trop longtemps, bien noté quant à sa gestion du risque des taux d'intérêt, alors qu'elle était dans le portefeuille RBO. Cela a eu pour effet de retarder les examens approfondis relatifs à ces risques par l'équipe de supervision LFBO, celle-ci faisant confiance aux précédents examens.

Les conclusions du rapport quant à ses observations sur la réglementation en vigueur méritent d'être retranscrites tant la critique du nouveau cadre régulatoire y est forte :
« En l'absence de ces changements [réforme de 2018], SVB aurait été soumis à des exigences renforcées en matière de gestion du risque de liquidité, à des exigences normalisées complètes en matière de liquidité (LCR et NSFR), à des exigences renforcées en matière de fonds propres, à des tests de résistance effectués par l'entreprise, à des tests de résistance effectués par les autorités de surveillance à une date plus rapprochée et à des exigences adaptées en matière de planification de la résolution. Ces exigences auraient pu permettre à SVB de disposer de plus de fonds propres et de liquidités, ce qui aurait renforcé sa résilience. Elles pourraient également avoir encouragé un examen plus approfondi de la situation financière de l'entreprise, et SVB pourrait avoir géré de manière plus proactive ses positions de liquidité et de capital ou avoir maintenu une composition différente de son bilan. En outre, les longues périodes de transition prévues par les règles qui s'appliquaient ont retardé la mise en œuvre d'exigences telles que les tests de résistance, qui auraient pu contribuer à la résilience de l'entreprise. »

Conclusions

Avec de fortes difficultés à contenir la multitude de retraits, SVB décide de vendre la quasi-totalité de son portefeuille d'obligations comptabilisées AFS. Elle engrange ainsi 21 milliards de dollars en cash mais réalise définitivement sa perte de 1,880 milliards. Pour limiter la casse, le conseil d'administration de SVB prévoyait une recapitalisation de la banque à hauteur de 2,25 milliards de dollars. L'augmentation de capital est cependant restée sans réponse.

En comptabilisant près de 93% de dépôts non assurés par la FDIC (assureur des dépôts similaire au fonds de garantie français, dans la limite de 250.000$), le bank run était prévisible. La FDIC a finalement décidé exceptionnellement d'assurer 100% des dépôts pour limiter la contagion et la banque First Citizens a racheté, le 27 mars, la plus grande partie de l'actif et du passif de SVB.

La Silicon Valley Bank a été responsable de sa propre faillite, avec une très mauvaise gestion, pourtant élémentaire, des risques liés aux taux et de manière plus générale avec une mauvaise stratégie d'investissement.
Côté régulateur, cette faillite doit être la raison de revenir sur l'Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act de 2018, cette réforme octroyant une trop grande souplesse aux petites banques régionales. Comme il a été constaté, la perte de confiance s'est étendue à toutes les banques américaines, ayant pu créer chez certaines d'entre elles des difficultés en liquidité.

Le bank run a lui aussi évolué, s'apparentant plus à un sprint qu'à un run. La norme est aujourd'hui le virement instantané par un clic sur smartphone : la question de nouveaux ratios de liquidité sur une fenêtre temporelle plus restreinte doit être posée. Pour les banques, une solution peut être trouvée avec une diversification des types de comptes clients vers un plus grand nombre de comptes à terme, limitant ainsi les bank runs. Néanmoins, cette solution n'est pas celle souhaitée par

les clients, ceux-ci préféreront que leurs fonds soient toujours rapidement transférables.

04 - ARTICLES

L'OR, UN REFUGE SÛR DANS UN MONDE FINANCIER INCERTAIN ?

Par Émile Chauveau

Depuis la fin de l'année 2022, le cours de l'or a fortement augmenté, dépassant même la barre des 2 000 dollars l'once en avril 2023, à un niveau proche de son record historique. Le contexte de forte inflation lié notamment à la guerre en Ukraine, mais aussi d'instabilité bancaire à la suite de la faillite de la Silicon Valley Bank et du sauvetage de Crédit Suisse par UBS, a favorisé l'investissement dans l'or qui réaffirme sa qualité de valeur refuge.

Le cours de l'or avait pourtant subi un déclin conséquent depuis février 2022. Cette baisse s'expliquait notamment par la hausse des taux directeurs par les banques centrales. En effet, des taux d'intérêts plus hauts augmentent le coût d'opportunité de la détention d'or, qui n'offre aucun rendement à la différence d'autres placements financiers. A l'inverse des actions et obligations, l'or ne génère aucun revenu régulier tel que des dividendes ou des intérêts. La détention d'or physique peut même impliquer des coûts de stockage et d'assurance. Le seul moyen de faire des bénéfices en investissant dans le métal jaune est de profiter d'une hausse de son cours afin de faire une plus-value à la revente.

L'intérêt d'investir dans l'or se trouve donc surtout dans la volonté de préserver la valeur de ses actifs en contexte d'instabilité monétaire. La perte de confiance dans les monnaies favorise la détention d'or. Cela peut également être un moyen de diversifier son portefeuille d'investissement. Inclure une part d'or dans leur portefeuille peut permettre aux investisseurs de réduire le risque et d'améliorer la stabilité de leur investissement. En effet, la valeur de l'or a tendance à se maintenir voire monter lors des périodes de troubles pouvant affecter celle des actions et obligations.

Mais comment expliquer la résistance du métal jaune aux crises économiques et financières ? La valeur de l'or a quasiment toujours fait consensus, et ce depuis les premières civilisations. Il y a de nombreuses raisons à cela, parmi lesquelles l'aspect esthétique de l'or et sa durabilité, qui favorisent la volonté des humains à en détenir. Ensuite, sa rareté, le fait que ce métal soit disponible en quantité très limitée pour une forte demande, explique sa très forte valeur. Aux XVIème et XVIIème siècles, l'importation massive d'or et d'argent depuis les Amériques par les espagnols a provoqué une diminution de la valeur de ces métaux précieux, qui sont devenus subitement moins rares.

L'or et les autres métaux précieux ont donc une valeur intrinsèque, et ceux-ci ont pendant longtemps été utilisés dans la confection de pièces de monnaie, qui avaient alors également une valeur intrinsèque, à la différence des monnaies actuelles, qualifiées de fiduciaires et dont la valeur dépend de la confiance en ces monnaies. Par exemple, les romains frappaient des pièces en bronze, en argent et en or. Durant la période de très forte instabilité politique au IIIème siècle, la hausse des dépenses militaires fut financée par une augmentation de la masse monétaire, en diminuant la quantité de métal précieux dans les deniers d'argent. Par conséquent, cela a provoqué une forte dévaluation des pièces d'argent, et les pièces d'or ont alors servi de refuge. Face à l'inflation, les mercenaires commencèrent même à exiger d'être payés exclusivement en or, ce qui poussa l'empereur Constantin à réclamer le paiement des impôts en pièces d'or uniquement. Cette fonction de refuge de l'or est encore d'actualité dans le contexte actuel, où la détention d'or apparaît toujours comme une protection durant les périodes d'instabilité politique, économique ou financière.

Aujourd'hui, l'investissement dans l'or peut se faire de diverses manières. Il faut distinguer l'achat d'or physique de l'achat d'or papier. L'or physique se matérialise par des lingots ou des pièces de différentes valeurs, qui peuvent être achetées auprès d'une agence bancaire, d'une officine ou plate-forme en ligne spécialisée. Cela implique toutefois le règlement d'une commission ainsi que des frais de conservation. Une éventuelle plus-value de cession est imposée à 36,2%, prélèvements sociaux inclus, mais il est possible de bénéficier d'un abattement de 5% par an à compter de la troisième année de détention. L'autre solution est de se positionner sur l'or papier. Il s'agit d'un investissement dans l'or de manière indirecte, par le biais d'un organisme de placement collectif. Il est en effet possible d'investir dans une SICAV ou un FCP spécialisé. Sur le marché français, sont disponibles une dizaine de fonds permettant une telle stratégie d'investissement. Une autre possibilité est d'investir dans un ETF répliquant l'évolution du prix de l'or. La plupart de ces ETF sont cotés sur les marchés américains et libellés en dollar, mais il en existe également quelques-uns en

1 Girard, L. (2023, 30 avril). Matières premières : « L'or sort de l'ordinaire par rapport aux autres commodités » . Le Monde.fr. https://www.lemonde.fr/economie/article/2023/04/30/matieres-premieres-l-or-sort-de-l-ordinaire-par-rapport-aux-autres-commodites_6171584_3234.html

2 Reuters, Z. A. (2023, 29 mai). L'or se maintient dans un marché étroit, alors que l'accord sur la dette américaine pèse. Zonebourse. https://www.

Europe. Les plus-values réalisées lors de la revente d'or papier sont soumises à la fiscalité des valeurs mobilières. Sauf option pour le barème progressif, l'impôt sur le revenu pour une telle plus-value de cession est à un taux forfaitaire de 12,8%, auquel il faut aussi ajouter 17,2% de prélèvements sociaux.

L'or fait donc office de valeur refuge, mais il existe également d'autres actifs financiers vers lesquels les investisseurs peuvent se tourner dans un contexte d'incertitude. Il y a par exemple les obligations d'État, émises par des pays considérés comme sûrs par les agences de notation. Celles-ci permettent des revenus réguliers sous forme de coupons d'intérêts, à la différence de l'or, bien que les taux d'intérêts aient été globalement très bas ces dernières années. Sont aussi considérés comme un refuge les devises sûres telles que le dollar américain, mais celles-ci n'ont pas de valeur intrinsèque contrairement à l'or. Il y a ensuite les biens immobiliers, qui peuvent offrir un revenu régulier en les louant, mais la liquidité des biens immobiliers est très faible. Plus récemment, certaines crypto-monnaies, en particulier le Bitcoin, ont pu servir de refuge face à l'instabilité de certaines monnaies nationales, notamment en Argentine où, face à une inflation conséquente - plus de 100% sur un an début 2023 - certains travailleurs préfèrent percevoir leur salaire en crypto-monnaies. Enfin, il est possible d'investir dans d'autres matières premières telles que le pétrole ou l'argent. La sélection d'actifs offrant une certaine stabilité dépend donc des préférences personnelles et des objectifs de chaque investisseur.

zonebourse.com/cours/devise/EURO-US-DOLLAR-EUR-USD-4591/actualite/L-or-se-maintient-dans-un-marche-etroit-alors-que-l-accord-sur-la-dette-americaine-pese-43980353/

3 Gold.fr - Le Comptoir National de l'Or. (s. d.). Investir dans l'Or, conseils pour réussir son investissement. https://www.gold.fr/investir-dans-l-or/

4 Boursorama.com. (s. d.). https://www.boursorama.com/bourse/matieres-premieres/cours/_GC/

5 Thomas, R. (2022, 4 novembre). L'or, une valeur refuge qui perd de son éclat. Le Monde.fr. https://www.lemonde.fr/argent/article/2022/11/04/l-or-une-valeur-refuge-qui-perd-de-son-eclat_6148436_1657007.html

05 - ARTICLES

LES SPACS : UN CAS D'ÉCOLE DE LA FRÉNÉSIE FINANCIÈRE

Par Marina Gardon

• *Qu'est qu'un SPAC et comment fonctionne-t-il ?*

Définition. Un Special Purpose Acquisition Company (SPAC) est une société cotée sans activité commerciale, que l'on nomme « *coquille vide* », et qui est destinée à lever des fonds afin d'acquérir une entreprise existante souhaitant s'introduire en bourse. L'objectif final de ce procédé est donc l'introduction en bourse indirecte d'une société non cotée, par son rachat par une société cotée. Les SPACS constituent une véritable alternative au mécanisme de l'IPO (initial public offering) qui permet à une société d'ouvrir son capital à des investisseurs, autrement dit de vendre ses actions au grand public.

Modalités de constitution. Généralement, un SPAC est formé par un groupe d'actionnaires fondateurs, dits « *sponsors* », qui sont la première source de capital de la société. Ils disposent d'une expérience solide dans un secteur d'activité spécifique, et d'une renommée qui va leur permettre d'acquérir des fonds. Ces sponsors sont généralement des entrepreneurs ou des sociétés de capital-investissement (private equity). A côté, les investisseurs vont apporter des fonds qui sont mis sous séquestre jusqu'à l'acquisition de la future cible. Ces derniers ignorent quelle société sera acquise à l'issue du processus ; c'est pourquoi les SPACS sont surnommés « *Blank Cheque Company* ». Le délai d'acquisition de la société peut aller jusqu'à 24 mois. Si l'acquisition n'a pas lieu dans le temps imparti, la société est liquidée, et les fonds sont restitués aux investisseurs.

Pourquoi opter par une introduction en bourse via un SPAC ? Les SPACS présentent plusieurs avantages notamment, en ce qu'ils permettent un accès rapide au marché boursier sans passer par le mécanisme complexe et coûteux d'une introduction en bourse classique (IPO). Les SPACS offrent également une importante liquidité pour les actionnaires, ce qui signifie que les actions acquises peuvent être vendues ou achetées facilement. L'inconvénient majeur du SPAC est son manque de transparence, il s'agit d'un investissement à l'aveugle qui risque de ne pas aboutir.

• *Quelle évolution pour le marché des SPACS ?*

Le succès grandissant des SPACS. Nés en 1990 aux Etats-Unis, les SPACS ont fait une apparition plus discrète et tardive en Europe dans les années 2000.
Au cours de l'année 2020, ce mécanisme a connu un véritable succès au point de devenir la première source d'introduction en Bourse à New York. En effet, à Wall Street, les SPACS auraient permis de lever plus de 83 milliards de dollars sur l'année

1 Sebei, H. (2023, 25 janvier). SPACs : retour sur un phénomène grandissant de l'investissement. Ellisphere. https://www.ellisphere.com/spacs-retour-sur-un-phenomene-grandissant-de-linvestissement/

2 Sadgui, S. (2023, 27 mai). Accor : Après la disparition de la SPAC d'Accor, vers une vague de liquidations en 2023 ? BFM Bourse. https://www.tradingsat.com/accor-FR0000120404/actualites/accor-apres-la-disparition-de-la-

2020, soit plus que sur les 10 années précédentes cumulées, et d'introduire en Bourse près de 250 sociétés. Une véritable bulle spéculative a été créée autour du phénomène des SPACS.

Les raisons de ce succès entre 2020 et 2021. Les différentes politiques monétaires mises en place lors de la crise sanitaire ont permis un apport important de liquidités sur les marchés financiers, et sont en partie à l'origine de la frénésie pour le phénomène des SPACS.
En mars 2020, deux mesures essentielles ont été mises en place par la BCE. La première consiste, pour la BCE, à racheter des titres directement sur le marché financier afin d'injecter des liquidités supplémentaires. On parle alors du programme PEPP « *pandemic emergency purchase programme* ». La seconde mesure est une forme de subvention versée aux établissements de crédit (TLTRO) afin de faciliter l'accès au crédit pour les ménages et les entreprises et garantir ainsi un taux d'intérêt faible. Par conséquent, en raison du taux d'intérêt très bas, la valeur des actions a considérablement augmenté, incitant les investisseurs à placer leur liquidité sur des actifs à haut rendement.

Les difficultés rencontrées à Wall Street. L'année 2022 est marquée par un désintérêt progressif des investisseurs pour les SPACS à Wall Street. Cela s'explique, notamment par la nouvelle réglementation souhaitée par la SEC. L'objectif de celle-ci est d'imposer davantage de transparence aux SPACS, souvent jugés trop opaques. Ces nouvelles mesures ont pour conséquences de rendre le procédé plus complexe et moins avantageux pour les investisseurs. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêts, le resserrement des conditions de crédit sont autant de facteurs qui ont entraîné un recul des SPACS sur le marché.

L'énorme succès qu'avait rencontré les SPACS semble de l'histoire ancienne. Actuellement, près de 75 % des SPACS américains ne parviennent pas à trouver une cible et sont liquidés. En témoigne notamment Marti Technologies, une plateforme turque spécialisée dans la location de véhicules, qui a fait ses débuts à Wall Street début juillet 2023 après avoir fusionné avec le SPAC Galata Acquisition Corp. Une annonce qui a précipité la chute de l'action rebaptisée Marti et de diviser sa recapitalisation par deux. Le groupe vietnamien Vinfast a sensiblement été confronté à la même situation. Spécialisé dans la vente de véhicule électrique, il avait fait une entrée en bourse très remarquée à la fin de l'été 2023, à la suite de sa fusion avec un SPAC. L'enthousiasme autour de ce nouveau constructeur automobile a été de courte durée puisque son action à fini par chuter également de moitié en bourse.

Les difficultés rencontrées sur le marché européen. Le marché européen des SPACS est largement moins développé que le marché américain. Seulement 39 introductions en bourse par le biais d'un SPAC ont eu lieu entre 2019 et 2022 dont 32 en 2021. Pourtant, le marché européen semblait prometteur puisqu'il n'était pas concerné directement par la nouvelle réglementation de la SEC. Il était également possible de noter une tendance des SPACS américains à s'orienter vers des cibles européennes.
Pourtant, d'un point de vue européen, l'avenir des SPACS semble lui aussi compromis. Le cas de Pegasus Europe en est un parfait exemple. Ce SPAC était le plus gros et le plus vieux du continent européen. Soutenu par la holding familiale de Bernard Arnault (fondateur de LVMH), et coté à la Bourse d'Amsterdam, il a été liquidé durant l'été 2023 faute d'avoir trouvé une cible à acquérir. L'autre exemple marquant est celui du SPAC Accor coté en Bourse sur Euronext. Ce SPAC qui devait permettre au groupe hôtelier de racheter une ou plusieurs entreprises dans les secteurs de l'évènementiel et de la restauration avait permis de lever près de 300 millions d'euros auprès d'investisseurs dont JP Morgans et Goldman Sachs. N'ayant pas trouvé de cible, le SPAC a été dissous fin juin 2023.
Plus récemment, c'est le groupe Averne spécialisé dans la géothermie et la transition énergétique qui a annoncé son introduction en bourse sur Euronext Paris après avoir fusionné avec le SPAC Transition. Averne s'était en effet rapproché de Transition afin d'obtenir un financement sécurisé à hauteur de 130 millions d'euros, et d'accélérer sa croissance.
Les SPACS n'ont donc pas entièrement disparu du paysage économique. Toutefois l'engouement qu'ils connaissent aujourd'hui est beaucoup moins fort qu'il y a quelques années.

---

spac-d-accor-vers-une-vague-de-liquidations-en-2023-1070117.html

3 Ruche, S. (2023, 17 avril). Les SPAC face à leur moment de vérité. Le Temps. https://www.letemps.ch/economie/finance/spac-face-moment-verite

4 Gentilhomme, E. (2023). Conseil Action – Pegasus Europe : le plus grand SPAC du Vieux Continent va tirer sa révérence. Le Figaro Bourse. https://bourse.lefigaro.fr/actu-conseils/conseil-action-pegasus-europe-le-plus-grand-spac-du-vieux-continent-va-tirer-sa-reverence-20230412

5 Capital.fr. (2023, 19 juin). Geothermie/Lithium : Arverne prépare son introduction sur Euronext Paris. Capital.fr. https://www.capital.fr/entreprises-marches/geothermielithium-arverne-prepare-son-introduction-sur-euronext-paris-1471669

6 Arrivé à Wall Street via une Spac, Marti se prend une claque. (2023, 11 juillet). L'Echo. https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/arrive-a-wall-street-via-une-spac-marti-se-prend-une-claque/10480090.html

7 Echos, L. (2023, août 20). SPAC, VinFast : école de pilotage. Les Echos. https://www.lesechos.fr/idees-debats/crible/spac-vinfast-ecole-de-pilotage-1971077

8 VinFast, le chant du cygne pour les SPAC ? (2023, août 30). L'Echo. https://www.lecho.be/les-marches/actu/actions-bourses-etrangeres/vinfast-le-chant-du-cygne-pour-les-spac/10489450.html

06 - ARTICLES

LES IMPLICATIONS POUR LA RÉDUCTION DES ÉMISSIONS DU CBAM ET SON IMPACT DIFFÉRENTIEL SUR LES ÉCONOMIES MONDIALES

Par Juan Pablo Gonzalez

Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF ou CBAM) est sur le point de devenir le principal mécanisme de l'UE pour inciter les industries à décarboner leurs activités, la période transitoire de ce mécanisme commence en octobre. le CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism) a pour objectif principal d'éviter le « *Carbon Leakage* » ou « *Fuite de Carbone* ».

Ce phénomène se produit lorsque des mesures visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre dans un pays ou une région ont pour effet involontaire de déplacer ces émissions vers d'autres régions où les réglementations environnementales sont moins strictes.

Pour comprendre l'essor de ce dispositif il est important de retracer l'historique des politiques environnementales européennes.

L'ETS

Le Système d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne (EU Emissions Trading System - ETS), est un mécanisme de régulation des droits d'émission de CO2e instauré au sein de l'Union Européenne dans le cadre de sa ratification du Protocole de Kyoto. L'ETS est également connu sous le nom de marché du carbone ou de système de plafonnement et d'échange (cap and trade) fonctionnant sur 3 étapes.

Tout d'abord, sous ce système, une quantité maximale d'émissions de CO2e (cap) est établie selon le secteur. Ce plafond est ensuite réduit au fil du temps afin de limiter les émissions et atteindre les objectifs fixés.
Par la suite, il permet de déterminer l'attribution des quotas gratuits (similaire à des permis d'émission de CO2e – ETS Certificate) aux entités émettrices concernées par l'ETS.
Finalement, les acteurs, en fonction leur des émissions réelles, peuvent soit acheter, dans le cas où elles auraient émis plus de CO2e qu'attribué initialement ; soit vendre, dans le cas où elles auraient émis moins de CO2e qu'attribué initialement, sur le marché des quotas (trade). Dans le cas où les émissions excessives ne sont pas compensées par un achat de quotas cela a pour conséquences des amendes.

L'ETS a prouvé être un mécanisme efficace pour la réduction des émissions. D'après la Commission Européenne, les émissions des secteurs couverts par l'ETS ont diminué de 41% entre 2005 et 2022. On ne peut pas affirmer que l'ETS est le seul responsable de ces résultats, une prise de conscience collective, des crises financières ou encore l'augmentation des prix dans le secteur de l'énergie, premier secteur émetteur de gaz à effet de serre, sont aussi des éléments à considérer.

Cependant, dès son introduction, des inquiétudes ont été exprimées quant à l'impact potentiel de l'ETS. En effet, l'ETS peut entraîner des coûts supplémentaires pour les entreprises et détourner les ressources des activités productives. Certains s'attendent donc à ce que l'évolution contraignante de l'ETS affecte la compétitivité de l'industrie européenne, en particulier parce que les politiques de lutte contre le changement climatique sont moins strictes en dehors de l'Europe, ce qui désavantage les entreprises réglementées par le ETS par rapport à leurs concurrents étrangers. En conséquence, les entreprises européennes pourraient déplacer leur capacité de production vers des pays où les politiques sont relativement moins strictes, ce qui entraînerait des fuites de pollution induites par les politiques, comme le prévoit l'hypothèse du « *pollution heavens* » ou paradis de la pollution (Levinson et Taylor, 2008).

Fit for 55

La loi européenne pour le climat fait une obligation légale d'atteindre l'objectif climatique de l'UE et donc de réduire d'au moins 55% les émissions d'ici 2030. Le « *fit for 55* » est un ensemble de propositions visant à actualiser la législation européenne afin de mener à bien les objectifs fixés.

Parmi ce « *package* » de mesures les principales propositions sont :
• l'élargissement du scope de l'ETS, tout en accélérant la diminution progressive des quotas d'émissions alloués gratuitement.
• la création d'un fonds social pour le climat qui vise à atténuer l'impact des mesures climatiques sur les ménages vulnérables, micro entreprises vulnérables et usagers du transport vulnérables.
• la limitation des émissions des voitures et camionnettes neuves avec l'obligation de mise sur le marché de véhicules à émissions nécessairement nulles pour les voitures ou camionnettes nouvelles.
• le CBAM créé dans le but d'éviter les « *fuites de Carbone* ».

1 CBAM regulation in the Official Journal of the EU English https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ%3AL%3A2023%3A130%3ATOC

2 CBAM Implementing Regulation for the transitional phase https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ%3AJOL_2023_228_R_0006#d1e40-94-1

CBAM

À l'instar du système européen d'échange de quotas d'émission (ETS), qui restreint les émissions de certains polluants tout en autorisant les entreprises à échanger des droits d'émission, le CBAM sera fondé sur l'utilisation de certificats. Les sociétés importatrices de biens dans l'Union européenne devront acquérir des certificats qui correspondent à la quantité d'émissions générées lors de la fabrication de ces biens. Le prix de ces certificats sera calculé par la Commission et sera aligné sur le modèle du système d'échange de quotas d'émission, afin de se conformer aux réglementations de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Les secteurs initialement impactés seront les industries fortement exposées au risque de fuite de carbone : Acier, Ciment, Aluminium, Engrais azotés et Hydrogène.

Bien que le CBAM ait été initialement présenté comme un mécanisme visant à atténuer les conséquences limites des politiques climatiques de l'Union européenne, comme l'ETS, et à assurer des conditions de concurrence équitables pour les industries de l'UE, il ne se limite pas exclusivement aux préoccupations nationales. Les institutions européennes mettent fréquemment en avant le fait que le CBAM a également pour objectif de stimuler les actions climatiques de la part des partenaires internationaux de l'UE. Cette dimension du CBAM revêt une importance particulière, car elle implique que ce mécanisme imposera des coûts aux économies étrangères, incitant ainsi les pays partenaires et les acteurs du secteur privé à aligner leurs efforts sur les objectifs et les ambitions de l'UE en matière de lutte contre le changement climatique.

L'analyse du CBAM révèle un panorama complexe des effets potentiels sur les économies mondiales. Bien que les dix principales nations exportatrices vers l'Union européenne (UE) se voient attribuer un rôle central dans ce contexte, il est essentiel de reconnaître que leur exposition réelle au CBAM peut diverger considérablement. La Russie, la Chine, le Royaume-Uni, la Turquie, l'Ukraine, l'Inde, la Corée du Sud et les États-Unis, en tant que principaux exportateurs de biens soumis au CBAM, captent l'attention, mais des nuances significatives émergent dès lors que l'on scrute leur taille économique globale et leur dépendance respective à l'égard des exportations vers l'UE. Cette dépendance est, en fin de compte, le facteur déterminant de l'impact du CBAM sur ces nations. Par conséquent, la recherche a souligné que des économies plus modestes ayant une forte dépendance à l'égard des produits CBAM s'avèrent vulnérables, à l'instar du Mozambique, de la Bosnie-Herzégovine, de l'Ukraine, de la Serbie, du Monténégro, du Zimbabwe, de la Moldavie et de l'Albanie. Ces nations, qu'elles soient situées en Afrique ou dans les pays en développement voisins de l'UE, affichent des degrés de vulnérabilité élevés. En fin de compte, le CBAM peut avoir des implications socio-économiques considérables.

Les pays les plus polluants, tels que la Chine, les États-Unis ou encore l'Inde, ne subiront pas les mêmes répercussions que les nations mentionnées précédemment. En effet, ces grandes économies disposent de ressources et de leviers financiers pour atténuer l'impact du CBAM. Cela soulève des préoccupations quant à l'efficacité de cet outil comme incitation à la réduction des émissions de gaz à effet de serre au niveau mondial. Ces pays vulnérables au CBAM, qui ne figurent pas nécessairement parmi les plus gros émetteurs, se trouvent dans une situation où ils subiront une pression disproportionnée pour se conformer aux normes du CBAM, alors même que leurs émissions sont souvent moins significatives que celles des acteurs majeurs. Cette disparité peut soulever des questions de justice climatique et exiger une réflexion approfondie sur la manière dont le CBAM peut être adapté pour garantir une transition équitable vers une économie à faible émission de carbone, en tenant compte des réalités économiques et environnementales de chaque nation. Le CBAM souligne avant tout la nécessité d'adopter une perspective plus holistique pour évaluer les effets de ce mécanisme, en tenant compte des conséquences socio-économiques potentielles au niveau global.

---

3 Annexes to the CBAM Implementing Regulation for the transitional phase https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ%3AJOL_2023_228_R_0006#d1e32-113-1

4 Commission Européenne - Système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE) https://climate.ec.europa.eu/eu-action/eu-emissions-trading-system-eu-ets_fr

5 Commission Europeénne - Carbon Border Adjustment Mechanism A new, green way of pricing carbon in imports to the EU - Mars 2023 https://www.eeas.europa.eu/sites/default/files/documents/2023/Carbon%20Border%20Adjustment%20Mechanism.pdf

6 Commission Europeénne - Carbon Border Adjustment Mechanism https://taxation-customs.ec.europa.eu/carbon-border-adjustment-mechanism_en#legislative-documents

7 Commission Europeénne - Communication from the commission to the european parliament, the council, the european economic and social committee and the committee of the regions 'Fit for 55': delivering the EU's 2030 Climate Target on the way to climate neutrality - Juillet 2021 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0550&from=EN

8 Conseil de l'Union Européenne - Chronologie - Pacte vert pour l'Europe et ajustement à l'objectif55 https://www.consilium.europa.eu/en/policies/green-deal/timeline-european-green-deal-and-fit-for-55/

9 Conseil de l'Union Européenne - Fit for 55 - Juillet 2023. https://www.consilium.europa.eu/en/policies/green-deal/fit-for-55-the-eu-plan-for-a-green-transition/

10 Ministère de la transition énergetique - Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières (MACF) - Septembre 2023 https://www.ecologie.gouv.fr/mecanisme-dajustement-carbone-aux-frontieres-macf

11 10/05/2023 - Regulation (EU) 2023/955 establishing a Social Climate Fund and amending Regulation (EU) 2021/106012

12 10/05/2023 - Regulation (EU) 2023/957 amending Regulation (EU) 2015/757 in order to provide for the inclusion of maritime transport activities in the EU Emissions Trading System and for the monitoring, reporting and verification of emissions of additional greenhouse gases and emissions from additional ship types

13 10/05/2023 - Directive 2023/959 amending Directive 2003/87/EC establishing a system for greenhouse gas emission allowance trading within the Union and Decision (EU) 2015/1814 concerning the establishment and operation of a market stability reserve for the Union greenhouse gas emission trading system

14 08/04/2018 - Directive 2003/87/EC establishing a scheme for greenhouse gas emission allowance trading

15 19/03/2018 - Directive (EU) 2018/410 amending Directive 2003/87/EC to enhance cost-effective emission reductions and low-carbon investments, and Decision (EU) 2015/1814

16 01/01/2021 - 2003/87/EC - Consolidated version of Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council of 13 October 2003 establishing a scheme for greenhouse gas emission allowance trading within the Community

07 - ARTICLES

LES RÉGLEMENTATIONS MICA ET TFR

Par Maxence Le Floch

Sur proposition de la Commission Européenne fin 2020, le Parlement européen puis le Conseil ont débattu des projets MiCA « *Markets in Crypto-Assets* » et TFR « *Transfer of Funds Regulation* » qui visent à instaurer un cadre réglementaire pour le marché des crypto-actifs au sein de l'Union Européenne. Ces propositions s'inscrivent dans un cadre plus large visant à légiférer, à l'échelle européenne, sur la finance numérique. Cela permet notamment de favoriser le développement de ces technologies, mais également d'assurer la stabilité financière et la protection des investisseurs. Bien que la Commission ait lancé ses propositions il y a maintenant 3 ans, la chute de l'empire FTX fin 2022, ayant lésé un certain nombre de clients de la plateforme, a accéléré ce besoin d'encadrement.
Ainsi, après 3 mois d'échanges et de négociation, le Conseil de l'Union Européenne (UE) a formellement adopté les règlements MiCA et TFR le 16 mai 2023.

D'une part, le règlement MiCA a pour objectif principal la protection des investisseurs en imposant des obligations relatives à la transparence des acteurs ainsi qu'un cadre réglementaire pour les prestataires de services et les émetteurs d'actifs numériques.
D'autre part, les députés européens ont adopté le règlement « TFR » qui a pour but de lutter contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme notamment à travers des obligations spécifiques en matière de vérification d'identité avec la mise en place de la « *Travel Rule* ».

I. La réglementation MiCA

Le marché des crypto-actifs a longtemps été dépourvu d'un environnement législatif concret. Néanmoins, après plusieurs scandales qui ont entaché l'image du secteur ces dernières années, l'Union Européenne a décidé d'imposer une réglementation pour tenter de protéger les investisseurs. C'est tout l'enjeu de ce règlement qui se veut pionnier en la matière. Il apporte un encadrement des acteurs de cette industrie, notamment via l'agrément préalable à tout projet lié aux crypto-actifs, ainsi qu'un renforcement des conditions d'émettre une ICO (offre au public de jetons) sur le sol européen. Cependant, ce règlement vise aussi à réguler les stablecoins dans une optique de souveraineté monétaire dans l'Union.

Les règles concernant les Stablecoins

Les stablecoins correspondent à des monnaies numériques qui sont adossées à un autre actif comme une monnaie fiduciaire ou un autre actif tangible. C'est-à-dire qu'ils répliquent cet actif. A titre d'exemples, certains sont adossés à des monnaies fiduciaires tels que l'USDT de Tether et l'USDC de Circle répliquant le dollar ou l'EURS de Statis répliquant l'euro ; d'autres sont adossés à des actifs tangibles comme le Pax Gold (PAXG) avec l'or. Ils sont essentiels car le marché des crypto-actifs est très volatil. Les stablecoins, eux, préservent leurs valeurs par rapport à l'actif de référence.

La Banque Centrale Européenne avait vivement réagi après la chute de l'écosystème Terra et de son stablecoin algorithmique l'UST. En effet, elle avait précisé que les stablecoins représentaient une menace pour la stabilité financière.
Par conséquent, les instances européennes ont souhaité réglementer spécifiquement les stablecoins autour d'un double objectif : d'une part, la protection des investisseurs ; d'autre part, la préservation de la souveraineté monétaire au sein de l'UE.

Pour cela, le règlement prévoit de diviser la catégorie des stablecoins entre les ART « *asset-referenced tokens* », et les EMT « *electronic money tokens* ». La différence réside principalement dans la constitution de la réserve. Les réserves des EMT sont constituées uniquement d'une seule monnaie fiduciaire tandis que celles des ART sont constituées au minimum de deux monnaies fiduciaires, ou d'un autre actif (tel que l'or par exemple), ou d'une autre crypto-monnaie (comme le sont certains stablecoins algorithmiques).

Les EMT seront supervisés par l'EBA – l'autorité bancaire européenne, tandis que les ART seront sous le contrôle de l'ESMA – l'autorité européenne des marchés financiers – sauf s'ils sont considérés comme étant « *significatifs* », c'est-à-dire qu'ils dépassent certains seuils comme le nombre de transactions quotidiennes ou la valorisation totale des jetons émis, auquel cas ils seront supervisés par l'EBA.

Cependant, l'obligation la plus importante pour ces acteurs est celle de devoir rembourser, aux détenteurs de stablecoins, leurs jetons à tout moment. Cela signifie que les émetteurs de stablecoins doivent conserver en réserve une quantité égale à celle émise en monnaie électronique. Cette obligation est très contraignante pour les plus petites structures de cette industrie qui pourraient ne pas supporter de telles obligations. Le risque est ainsi de voir apparaître un monopole des émetteurs américains, notamment Tether et Circle. Mais il s'agit probablement de la condition pour renforcer la fiabilité des stablecoins en Europe.

Les règles concernant les ICO

Dans une perspective de protection des investisseurs et pour éviter la prolifération de projets frauduleux, le règlement

1 Key, A. (2023, 10 mai). What is MICA ? the European Union's landmark crypto regulation explained. Decrypt. https://decrypt.co/138713/what-is-mica-eu-crypto-regulation-explained

2 Demé, V. (2022, 18 juillet). Comment l'Europe veut-elle encadrer les cryptomonnaies ? On fait le point sur MICA et TFR. Cryptoast. https://cryptoast.fr/comment-europe-veut-encadrer-cryptomonnaies-point-mica-tfr/

MiCA prévoit des obligations pour l'émetteur d'une ICO sur le marché européen. Ces obligations ont pour cible d'identifier les auteurs de l'ICO. Pour permettre une meilleure identification, les émetteurs devront être une personne morale établie dans un pays de l'Union. De plus, afin de garantir que le projet ne soit pas une coquille vide, les émetteurs devront réaliser et publier un livre blanc aux autorités nationales compétentes. Les instances européennes se sont inspirées de ce qui se fait en droit français, avec le visa optionnel de l'AMF pour démarcher le marché français.

Il est toutefois opportun de se demander si cette réglementation n'affaiblit pas les porteurs de projets du vieux continent. En effet, ils ne sont déjà pas nombreux par rapport à leurs homologues américains et asiatiques (non soumis à cette règlementation). Ces textes risquent de porter atteinte à la créativité des entrepreneurs et de réduire le nombre de projets à l'échelle européenne. De plus, cette réglementation n'est pas propice à des projets de moindre envergure puisqu'elle impose des obligations trop lourdes. Néanmoins, l'Europe a le mérite de proposer une réglementation visant à protéger les investisseurs.

Les Crypto-Asset Service Provider – CASP

La réglementation européenne en matière de crypto-actifs s'est inspirée du droit français sur plusieurs points et notamment celui des CASP qui ressemblent aux PSAN « *prestataires de services sur actif numérique* ». Les CASP correspondent à une société fournissant des services relatifs aux crypto-actifs dans un contexte professionnel. Cela regroupe les plateformes d'échanges, les fournisseurs de solutions de détention ou de transfert ou encore les gérants de portefeuilles par exemple. L'encadrement des fournisseurs de services différaient selon les États membres, c'est pourquoi l'UE est venue donner un cadre commun dans une optique d'harmonisation au sein de l'Union.

Ces fournisseurs de services devront obtenir une licence de la part d'un régulateur de n'importe quel État membre. Une fois cette licence acquise, les CASP pourront offrir leur service à travers l'Union grâce au passeport européen. Ces entreprises devront cependant se plier à des exigences strictes afin de protéger les fonds de leurs clients, notamment de détenir un certain pourcentage de fonds propres. Elles pourront également se voir imposer des conditions supplémentaires en fonction de leurs activités.

II. La réglementation Transfer Funds Regulation - TFR

L'Union Européenne a également souhaité mettre en place un second règlement pour encadrer les crypto-actifs orienté vers les transferts de fonds, en reprenant les obligations imposées à la finance traditionnelle, et vers la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (LCB-FT).
Toutefois, ces nouvelles obligations posent des difficultés quant à leur transposition aux crypto-actifs. La pseudonymisation des transactions, dont l'identité de l'expéditeur ou du destinataire n'est pas connue, et l'absence de traçabilité de certaines crypto-monnaies, par nature anonymisées – comme Monero –, rendent quasiment impossible l'utilisation des moyens traditionnels de LCB-FT.

Pour lutter contre le blanchiment d'argent, les instances européennes ont décidé de mettre en place une procédure de vérification d'identité, le KYC « *Know Your Customer* », à travers la règle du voyage « *Travel Rule* » afin de tracer les transactions. L'Union Européenne a décidé d'imposer une vérification d'identité aux CASP comme celle imposée aux prestataires de services pour les virements électroniques.

La Travel Rule était initialement une recommandation du GAFI, le groupe d'action financière reprise ensuite par le législateur européen. La Travel Rule oblige les CASP à se transmettre des informations concernant leurs clients lors de transferts entre plateformes, notamment concernant le signalement de transactions suspectes.

Cependant, il faut distinguer trois situations pour comprendre la Travel Rule :
• Une transaction entre CASP
• Une transaction de CASP à portefeuille auto-hébergé (un portefeuille où l'utilisateur détient seul sa clé privée lui permettant d'accéder à ses fonds)
• Une transaction entre portefeuilles auto-hébergés

Pour les transactions entre CASP, la Travel Rule s'applique à toutes les transactions, peu importe le montant. Cela signifie que la plateforme devra transmettre le nom, le prénom, le numéro de compte, éventuellement la carte d'identité.
Pour les transactions entre un CASP et un portefeuille auto-hébergé, la Travel Rule s'appliquera dès que la transaction dépassera 1 000€. Cependant, les instances européennes n'ont pas prévu comment se déroulerait la collecte des informations et notamment l'identité des utilisateurs des portefeuilles auto-hébergés qui, par nature, ne contiennent pas ces informations. La seule information connue est l'adresse publique (clé publique d'un portefeuille) de cette personne, ce qui n'est pas suffisant pour l'Union Européenne.
Pour les transactions entre portefeuilles auto-hébergés, la proposition de la Commission Européenne mentionnait la mise en œuvre de la Travel Rule, mais cela n'a pas été repris dans le Règlement ; elle n'est donc pas applicable pour ce type de transactions.

Pour conclure, ces règlements entreront en vigueur en juillet 2023 et les acteurs auront 18 mois pour s'y conformer.
Bien que la volonté de l'UE de réglementer les crypto-actifs est à saluer, il est opportun de se demander si ce nouveau cadre réglementaire ne va pas imposer trop de restrictions à cette industrie et, par conséquent, ternir le potentiel apporté par la blockchain tant au niveau de la décentralisation que de la désintermédiation. Néanmoins, ces règlements apportent ce besoin de confiance que les investisseurs attendaient de la part de cet écosystème jeune et florissant. Cette régulation constitue une avancée en apportant de la stabilité au marché des crypto-actifs, contrairement à ce que l'on peut observer Outre-Atlantique où la répression semble être préférée à la régulation.

3 Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant la directive (UE)
4 Adubly. (2022). Retour sur la régulation européenne des cryptoactifs et certaines avancées majeures avec les règlements MICA et TFR. Deloitte Société d'Avocats. https://blog.avocats.deloitte.fr/blockchain-cryptoactif-retour-sur-la-regulation-europeenne-des-cryptoactifs-et-certaines-avancees-ma-

Ce nouveau cadre sera probablement accompagné de nouvelles règles pour notamment englober le marché des NFTs qui n'est pas pris en compte par MiCA, mais également les stablecoins algorithmiques qui n'ont pas été clairement définis par ces textes.

jeures-avec-les-reglements-mica-et-tfr

5 Tellier, L. (2022, 6 juillet). Les règlements MICA et TFR brident les 'stablecoins' - L'Agefi. L'Agefi. https://www.agefi.fr/news/tech-finance/les-reglements-mica-et-tfr-brident-les-stablecoins

6 Analytics. (2022, 2 septembre). Stablecoins are no more : MICA's EMTs and ARTs explained. 21 Analytics. https://www.21analytics.ch/blog/stablecoins-are-no-more-micas-emts-and-arts-explained/

7 Regulated and decentralized finance. (2022, août 16). https://dusk.network/news/mica-the-good-the-bad-the-ugly-and-the-unknown

08 - PORTRAITS

SÉBASTIEN NEUVILLE

Professeur de droit à l'Université Toulouse Capitole et Sciences Po Paris, directeur de master, consultant en droit bancaire et financier et auteur d'ouvrages en philosophie du droit ainsi qu'en droit bancaire et financier

Par Nasser Abouquir

Quelles études avez-vous réalisé ?

J'ai étudié le droit de manière assez classique, mais j'ai aussi étudié la philosophie en parallèle. En outre, je me suis toujours passionné pour les questions d'actualité. Cela m'a toujours paru important de faire le lien entre ce qui se passe dans le monde et ce que l'on étudie d'un point de vue juridique ou même philosophique. Ce lien est vraiment essentiel sinon, le risque, c'est d'avoir une vision assez étriquée du droit, qui ne permet pas de comprendre pourquoi telle réforme législative intervient. Le plus souvent, s'il y a une réforme législative, c'est parce qu'il y a des changements politiques, économiques, sociaux ou sociétaux.
En droit, j'ai d'abord obtenu un DEA de droit des affaires. Le DEA était un diplôme d'études approfondies qui préparait plus particulièrement à la recherche et qui débouchait naturellement sur la rédaction d'une thèse.

Quel était le sujet de votre thèse ?

L'intitulé de ma thèse était « *le plan en droit privé* », c'est-à-dire l'idée de planification appliquée au droit privé. Habituellement, la planification est plutôt un objet de droit public. Or, la planification étatique s'est ralentie avec l'essor du libéralisme. Pourtant, dans le secteur privé, le recours à la planification s'est accentué à la demande de l'État et ce, dans des domaines très variés. J'ai réalisé cette thèse en un peu moins de quatre ans et elle a ensuite été publiée.

D'où vient votre vocation pour l'enseignement ?

Je pense que j'étais rentré à l'université en me disant « *Je vais être avocat* ». Pourtant, lors de mes premiers cours à la faculté de droit, je me suis dit que j'avais envie de devenir professeur. A la fin d'un cours, je suis allé voir une enseignante et je lui ai demandé ce qu'il fallait faire pour être à sa place. Après un certain étonnement de sa part, elle m'a dit que c'était particulièrement compliqué et qu'il fallait beaucoup travailler… J'avais donc un objectif très clair en tête depuis le début de mes études.

Quel est le rôle d'un professeur de Droit ?

Généralement, quand on dit professeur, on pense simplement à l'enseignement. En fait, le terme le plus adéquat, ce serait enseignant-chercheur, parce que la recherche est essentielle. Il faudrait rajouter une troisième casquette avec tout l'aspect administratif qui est de plus en plus important. Pour moi, c'est un plaisir d'enseigner mais j'aurais tendance à dire que ce n'est pas l'essentiel de l'activité. L'essentiel, c'est plutôt la recherche. C'est là que j'ai vraiment l'impression de travailler. L'enseignement, c'est plutôt un plaisir, une passion, mais c'est le résultat d'un gros travail de recherche en amont.
Je ne sais pas si les étudiants savent ce que signifie la recherche, spécifiquement en droit. Il y a d'abord une grande part de lecture. Un professeur de droit, c'est quelqu'un qui lit beaucoup (et c'est sans doute pareil quelle que soit la discipline). Il faut passer du temps sur des ouvrages, des livres plus ou moins anciens dans les disciplines qui sont les miennes, des revues juridiques, philosophiques… Il faut aussi suivre les questions d'actualité et c'est pour cela que j'encourage les étudiants à lire aussi la presse (Les Échos et Le Monde par exemple), et toujours en prenant des notes, en essayant de classer les éléments au fur et à mesure.
L'objet de la recherche, ce sont aussi les interventions publiques, dans des colloques ou des conférences. D'ailleurs, la plupart de mes publications récentes proviennent d'interventions orales. Je suis intervenu récemment dans un colloque sur la blockchain qui va donner lieu à publication, dans un colloque sur le banquier au XXIe siècle dont les actes viennent de paraître et dans un autre colloque, plus en philosophie cette fois, sur le droit face aux violences sexuelles ou sexistes qui a aussi donné lieu à une publication. Il y a donc tout un travail de recherche en amont d'une intervention, laquelle peut être améliorée grâce aux débats lors du colloque et ensuite c'est retranscrit dans un ouvrage.
Le fait d'écrire un livre ou des articles prend finalement beaucoup de temps. Par exemple, j'ai mis presque dix ans pour écrire mon livre de philosophie du droit ! Pour mon livre de droit bancaire et financier, j'avais mis peut-être quatre ou cinq ans. C'est un travail de longue haleine. Il y a des personnes qui sont capables d'écrire beaucoup et très vite. Au contraire, d'autres personnes dont je fais partie, ont plus de difficultés pour écrire, parce que ça leur demande de la réflexion et beaucoup d'hésitations. Ce n'est pas si facile d'écrire, il faut arriver à rassembler ses idées, il ne faut pas répéter ce qui a déjà été dit. C'est important de prendre du recul, mais cela prend du temps et il faut savoir essayer d'expliquer les choses peut-être un peu différemment.
Il y a aussi des travaux qui sont collectifs, il y a régulièrement ce qu'on appelle des mélanges. C'est un terme typiquement universitaire. Ce sont des mélanges d'articles sur un sujet plus ou moins déterminé. Ça peut être des mélanges en matière de droit bancaire et financier pour l'Association européenne de droit bancaire et financier, il y a aussi des mélanges destinés

à couronner la carrière d'un collègue qui s'en va à la retraite. J'écris assez souvent dans ce type d'ouvrage. Cela permet d'écrire de manière assez libre sur des sujets variés. En ce moment, je m'occupe de deux mélanges pour deux collègues.
J'ai aussi écrit dans des revues juridiques, j'ai longtemps tenu une chronique dans une revue luxembourgeoise en matière de banque et finance. J'ai aussi beaucoup de choses à écrire en matière de philosophie du droit. Les deux m'intéressent et je ne veux pas privilégier l'un par rapport à l'autre.

Donc le métier d'enseignant-chercheur nécessite beaucoup de rédaction ?

Oui, il faut beaucoup lire et rédiger. Dans l'enseignement supérieur, un professeur qui n'écrit pas, qui ne fait pas de recherche, ce n'est pas un professeur. C'est un répétiteur, peut-être, mais ce qui est essentiel, c'est la recherche, la réflexion. Ensuite, c'est cela qui va être transmis aux étudiants. Souvent, on va transmettre en trois minutes aux étudiants des choses qu'on a pu mettre des heures à comprendre et je pense que, parfois, les étudiants ne se rendent pas compte qu'on a pu s'arracher les cheveux sur un sujet…

Et après tant d'années à écrire pour des revues, des ouvrages, vous avez toujours autant de plaisir qu'au début ?

J'aurais tendance à dire que c'est toujours aussi difficile. Par exemple, la timidité m'assaillait autrefois quand je commençais à faire cours, j'avais le trac. Maintenant, je n'ai plus le trac. Je pense que ça veut dire que j'ai pris de la bouteille. Mais pour écrire, face à la page blanche ou à la page d'ordinateur blanche, j'ai toujours autant de difficultés. Pour moi, c'est très difficile d'écrire. Après, peut-être que je suis trop tatillon dans ma manière d'écrire, mais j'ai toujours beaucoup de mal.

Ce n'est toujours pas naturel pour vous ?

Non, mais je pense que j'ai réussi à trouver un style qui est le mien. Je pense que beaucoup diront la même chose. Ce n'est pas facile parce qu'il faut avoir du style et des idées. Et parfois, on se dit « *Mais qu'est-ce que je peux apporter là ?* » Je pense que ça peut rassurer les étudiants qui se retrouvent face à une copie et qui ont du mal à la remplir. Ça ne vient pas naturellement. Et je pense que pour un écrivain, c'est la même chose. Il faut aussi arriver à trouver du temps pour écrire. Le plus souvent, c'est pendant l'été que l'on y arrive. Quand on dit « *Les profs ont trois mois de vacances* », c'est largement faux car l'été est la seule période durant laquelle il est possible d'avoir un peu de temps devant soi.

Vous avez évoqué les tâches administratives du professeur de droit, quelles sont-elles ?

Les tâches administratives sont extrêmement chronophages et viennent transformer complètement la carrière. Il y a quelques années, il y avait très peu de tâches administratives. Désormais, elles se développent de manière exponentielle. Personnellement, j'ai été membre du conseil de la faculté, du conseil scientifique, du Haut Conseil de l'évaluation de la recherche et de l'enseignement supérieur, ce qui m'a donné l'occasion de faire l'évaluation de centres de recherche d'autres universités. Ces tâches administratives, je dois l'avouer, ne me passionnent pas énormément. Je laisse ça à des collègues qui sont très contents d'avoir des activités de directeur d'un centre de recherche, de membre d'un des conseils liés à l'université ou d'organismes extérieurs à l'université. En revanche, j'aime bien être directeur d'un master car je m'occupe concrètement et directement d'étudiants.

Est-ce qu'il y a une évaluation en tant qu'enseignant-chercheur ?

Autrefois, seule la recherche était évaluée. Désormais, l'évaluation se fait toujours sur la recherche, mais aussi sur les tâches administratives et l'enseignement. Je pense qu'il est bon que l'enseignement soit évalué. Cela évite que les cours soient un peu trop pénibles parfois. De toute façon, un enseignant sait parfaitement si son public est attentif et comprend ce qui est enseigné. Heureusement, il est de plus en plus difficile de lire un cours de manière monocorde.

Vous enseignez à l'Université Toulouse Capitole, mais vous enseignez également à Sciences Po Paris, n'est-ce pas ?

Oui, j'enseigne pour le niveau Master à Sciences Po Paris. Ce sont vraiment deux méthodes d'enseignement très différentes parce que les étudiants ne sont pas les mêmes. Les étudiants en droit suivent des cours de droit depuis la première année ; les étudiants de Sciences Po découvrent la matière plus ou moins en arrivant en Master. Cela veut dire qu'ils vont essayer de comprendre très rapidement, et ils le font très bien. Ils ont l'avantage d'avoir beaucoup de culture générale, plus que les étudiants en droit, et ils travaillent beaucoup en amont des cours. Je pense qu'en master à l'université, il est possible de faire évoluer les mentalités des étudiants pour qu'ils passent davantage du « *comment* » au « *pourquoi* ».

D'ailleurs, pourquoi est-ce que vous ne vous consacrez pas uniquement à être professeur à Toulouse ou à être professeur à Sciences Po Paris ? Est-ce que vous avez un attachement particulier à Toulouse ?

Effectivement, ce serait plus simple d'être complètement à Paris ou complètement à Toulouse. Mais, pourtant, c'est bien d'avoir un pied à Paris, spécialement dans les domaines qui sont les miens. Mais j'apprécie beaucoup Toulouse et, en particulier, l'Université Toulouse Capitole. J'enseigne dans cette université exactement ce qui m'intéresse : je suis content de pouvoir y enseigner le droit bancaire et financier et la philosophie du droit, qui sont mes deux domaines de spécialité. Par ailleurs, j'y ai développé un Master qui fonctionne bien : ça m'arracherait le cœur de le laisser !

Pourquoi avoir choisi d'enseigner le droit bancaire et financier et la philosophie du droit ?

Je vais être très franc, je n'ai jamais été passionné par l'étude jurisprudentielle, les revirements de jurisprudence en matière de droit des obligations ou en matière de droit des biens, ou les questions extrêmement techniques que l'on peut trouver dans ces matières-là. J'aurais tendance à dire qu'il y a peut-être

deux visions du droit. Un peu comme en économie où il y a la microéconomie et la macroéconomie. Moi, je préfère, je ne sais pas si ça existe, le « *macro droit* », c'est-à-dire voir le droit se développer d'en haut et avec une vision assez extérieure. Le droit bancaire et financier, finalement, c'est beaucoup d'économie. Pour le financement, ce sont des questions économiques qui se posent. Il y a beaucoup de visions politiques derrière.
Et pour la philosophie du droit, c'est la même chose. On regarde le droit avec un peu de recul et on se pose des questions : quels sont les points communs, entre la philosophie et le droit ? Je prends l'exemple du corps. Le corps peut être envisagé par le droit, il est aussi envisagé par la philosophie. C'est intéressant de confronter les deux et de ne pas se limiter simplement à ce que peut dire le Code civil sur le corps. Finalement, ces deux matières, droit bancaire et financier et philosophie du droit, me permettent de ne pas être complètement enfermé dans le domaine du droit, mais de voir plus large. Pour moi, l'enseignement est le complément de la recherche, et ce qui m'intéresse ce n'est pas d'ouvrir un livre la veille, le potasser et le recracher en lisant le cours devant les étudiants. Ce qui m'intéresse, c'est d'enseigner la philosophie du droit et le droit bancaire et financier parce que j'ai travaillé dessus et que cela m'a pris des années pour arriver à comprendre pas mal de choses. Je pourrais enseigner autre chose, évidemment. Je l'ai fait, mais je préfère enseigner dans les matières dans lesquelles je travaille vraiment à fond.

Ce sont les seules matières que vous avez enseignées ?

J'ai enseigné dans l'ensemble de ma carrière l'introduction au droit, le droit des personnes et de la famille, le droit des obligations, le droit des biens, le droit des sûretés, le droit des procédures collectives, le droit commercial de deuxième année, et d'autres matières en droit des affaires, évidemment. Officiellement, quand on est professeur ou maître de conférences de droit privé et sciences criminelles, on est capable d'enseigner toutes les matières de droit privé et de sciences criminelles. Je n'ai jamais enseigné de matières de droit pénal. Mais on pourrait me demander d'enseigner le droit pénal, je m'y mettrai toute la nuit comme un étudiant et j'essaierai d'enseigner le droit pénal comme je peux le lendemain...

Avez-vous déjà enseigné à l'étranger en tant que professeur de Droit ?

Oui, tout à fait, et ça, c'est quelque chose de vraiment bénéfique. Le meilleur souvenir que j'ai, c'est d'avoir été professeur invité à Columbia University, à New York. J'y suis resté six mois, ce qui était une expérience assez enrichissante, surtout de voir comment fonctionne une grande université américaine de la Ivy League. C'est vraiment une vision qui est très différente de ce que l'on a en France, avec des moyens qui sont colossaux. C'est quelque chose qui est vraiment très intéressant. Quand j'étais aux États Unis, j'ai pu aller faire un saut à Harvard et découvrir d'autres universités américaines. Je pense que c'est pareil pour tout le monde, on revient de là-bas avec une vision qui est très différente de l'université. Ce sont des universités très dynamiques, qui sont au cœur de l'actualité, qui se posent beaucoup de questions. C'est également intéressant de voir le mode de fonctionnement et de relation qu'il y a, notamment entre les enseignants et les étudiants. C'est une approche qui est beaucoup plus simple, un peu familière, sympathique, amicale même. Et ça m'a beaucoup marqué. Je me suis toujours dit « *Ça, c'est quelque chose qu'il faut absolument réussir à faire passer dans les universités françaises* ». Que le contact soit naturel entre les enseignants et les étudiants, ça me paraît essentiel et c'est ce que j'essaie de vivre.
J'ai aussi enseigné en Afrique : en Côte d'Ivoire et en Tunisie juste avant les printemps arabes. Et puis j'ai enseigné en Chine, à l'Académie des sciences sociales de Pékin et à Tsinghua University. Ce sont des situations très différentes, c'est évidemment lié à la culture des pays qui est différente. J'ai beaucoup aimé aller en Pologne, à l'université de Varsovie et à Gdansk. Ensuite, je suis allé à Buenos Aires, en Argentine, et là aussi les relations entre les étudiants et les professeurs sont des relations qui sont beaucoup plus humaines que ce que l'on peut trouver en France.

Quand vous alliez à l'étranger, vous deviez faire une pause en tant que professeur en France ?

Il faut jongler comme on peut. Quand j'étais à New York, je n'ai pas fait de pause, car j'avais réussi à rassembler tous mes cours en France sur un semestre. Il a juste fallu que je m'occupe de la sélection en master en étant à New-York et avant la dématérialisation des dossiers. C'était un peu compliqué mais je l'ai fait. C'était vraiment, particulier, sinon, habituellement, les déplacements sont de 15 jours. Là, on arrive à s'organiser. Il est aussi possible de faire des séminaires en ligne. Par exemple, j'ai fait récemment une intervention par vidéo avec des étudiants de l'université de Chongqing en Chine qui portait sur une comparaison des droits français et chinois dans une optique philosophique.

Les cours étaient dispensés en anglais ?

Oui, en anglais, parfois en espagnol. Je ne suis pas trilingue, disons que ça demande beaucoup de préparation. Il faut prévoir les termes, savoir exactement comment traduire quelque chose. Si on fait un effort pour parler dans leur langue, les étudiants sont assez compréhensifs. Parfois, les cours sont aussi en français.

Lors de vos déplacements, vous enseigniez le droit bancaire et financier ?

Ça m'est arrivé qu'on me demande d'enseigner l'introduction au droit français, ou des choses très techniques. En général, quand il y a un professeur invité, il est utilisé au maximum et donc il est mis dans différentes formations. Mais, habituellement, on enseigne dans son domaine de compétence.

Passons à votre casquette de directeur de Master, en quoi consiste-t-elle ?

Être responsable de master, c'est mettre en place une formation et la suivre pour qu'elle tienne la route. Il faut sélectionner les étudiants (ce qui prend beaucoup de temps), les suivre pendant le cursus, les aider à trouver des stages et des débouchés par la suite. On peut dire que l'activité de direction de master a été démultipliée quand il y a eu la sélection pour le M1, parce qu'il y a toujours une sélection qui se fait en M2. Au début, nous étions tous plutôt réticents, mais je pense que, spécialement pour le Master secteur financier, la mayonnaise a pris. On a

réussi à faire le lien entre le M1 et le M2.
Le programme de M1 dépend de l'université. En revanche, en M2, le programme dépend du directeur de master : c'est lui qui fait le choix des enseignants et des matières, mais avec un budget limité. Généralement, le programme évolue beaucoup. Entre le programme qu'il y avait quand j'ai commencé à être directeur du master, qui était à l'époque un DESS, et maintenant, ce n'est plus le même. Les choses ont évolué. On n'a plus les mêmes problématiques qu'il y a 15, 20 ans. Et puis, il y a eu des crises. Il a fallu s'adapter aux circonstances et au développement d'autres activités. Pour le Master Secteur financier, on a eu un gros boom de la cotation en Bourse, et à l'heure actuelle c'est plutôt le private equity qui a le vent en poupe, de même que l'asset management.
Le suivi des anciens étudiants prend aussi du temps : il faut répondre aux questions des uns et des autres, et surtout faire vivre l'association des anciens. C'est d'ailleurs grâce aux anciens que beaucoup de contacts professionnels s'établissent. La question des « *contacts professionnels* » est primordiale, c'est-à-dire les contacts avec les entreprises, les régulateurs, les avocats. Tout cela est un travail de longue haleine. Je pense que c'est la même chose pour tous les directeurs de master. Il faut avoir un pied là où se trouve l'activité qui correspond à ce qui est développé dans le master.

Quel est votre rapport avec les étudiants ?

Les étudiants qui rentrent en Master 1 sont encore, j'aurais tendance à dire, un peu des gamins... Un an et demi après, ils sont lâchés dans la vie professionnelle. Je sens le changement et ça fait plaisir. Il y a une prise de conscience, peut-être surtout en Master 2, qu'on arrive au bout. Certains continuent les études après, éventuellement, font d'autres choses, rentrent à l'école d'avocat, etc. Mais je sens très nettement le changement. Il y a une maturation qui se fait en l'espace d'un an et demi jusqu'à l'entrée en stage, ça devient un esprit qui est plus professionnel. J'insiste beaucoup sur le fait qu'il doit y avoir un esprit « *corporate* », parce que ça me paraît important. Je vois que les étudiants évoluent beaucoup et ça fait plaisir quand on est directeur de master. Ça me fait plaisir de voir que j'ai des étudiants qui ne savent pas trop ce qu'ils vont faire et qui, au bout du compte, se retrouvent avec un stage à Luxembourg, à Paris dans des grands cabinets d'avocats ou des régulateurs ou des cabinets de consultants...

Ce gain de maturité, pensez-vous qu'il vient du fait qu'en deuxième année de Master, particulièrement dans le Master Secteur Financier, on a vraiment la possibilité d'être au contact de professionnels, ce qui n'est pas toujours le cas avant ?

Bien sûr. Je pense que le M2 surtout permet de faire mûrir très vite. Mais les étudiants de M1 sont un peu tirés vers le haut par les étudiants du M2, ce qui n'était pas le cas avant. Il y avait vraiment une rupture autrefois entre le Master 1 et le Master 2. Désormais, c'est une continuité et, surtout en Master Secteur financier, il y a un lien qui se fait. Il y a une association du master, les étudiants se rencontrent, etc. En Master 2, le fait d'avoir les déplacements à Paris, c'est aussi quelque chose qui permet d'un seul coup de se retrouver confronté à des réunions à l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) ou à l'Autorité des marchés financiers par exemple. D'un seul coup, les étudiants se retrouvent dans la salle de réunion de l'ESMA, avec des interventions en anglais de niveau professionnel.

Qu'attendez-vous des étudiants qui souhaitent intégrer le Master Secteur Financier ?

Ce qui me paraît essentiel, c'est l'ouverture d'esprit, le fait de ne pas considérer le droit comme un système clos sur lui-même. Il faut se passionner pour les questions d'actualité. Quelqu'un qui n'est pas intéressé par l'actualité aura du mal à entrer dans le Master secteur financier ou à y trouver sa place. Par ailleurs, lors de la sélection, j'aime bien que les étudiants mentionnent des activités de groupe. Cela montre une ouverture d'esprit.

Qu'est-ce qu'un consultant en droit bancaire et financier ?

Ce n'est pas obligatoire d'être consultant quand on est professeur. Quand on est professeur de droit, on peut devenir avocat. Personnellement, je n'ai jamais prêté serment pour être avocat, mais j'ai toujours eu une activité de consultant. J'ai d'abord eu une activité comme consultant pour un cabinet d'administrateurs judiciaires en parallèle à ma thèse et à mon activité de maître de conférences. C'était très compliqué, mais aussi passionnant et très formateur et je pense que je ne regrette pas de l'avoir fait. Parfois, on m'a laissé des dossiers dont il a fallu que je m'occupe un peu de bout en bout. On me déléguait pas mal de choses. C'est une activité que j'avais en parallèle, qui m'a beaucoup aidé à me rendre compte que le droit, c'est un peu comme la médecine. Un professeur de médecine, s'il n'a jamais rencontré un patient, il ne sait pas exactement ce qu'est un malade. Il faut qu'il soit en contact avec des patients. Je pense que c'est la même chose pour un professeur de droit. Un professeur de droit, c'est bien qu'il soit en contact de dossiers, peut-être pas nécessairement de clients en chair et en os, mais au moins de dossiers, de voir concrètement les questions qui peuvent se poser.
J'ai aussi eu des consultations pour des avocats sur des dossiers en particulier, comme beaucoup de professeurs le font. Ensuite, j'ai eu une période durant laquelle j'ai laissé un peu tout ça de côté parce que je travaillais en philosophie du droit. Donc, j'ai un peu abandonné ces aspects-là pour me concentrer vraiment sur la philosophie du droit, l'écriture, etc.
Et puis, j'ai repris une activité de consultant pour un cabinet. C'est intéressant parce que c'est un cabinet dans lequel il doit y avoir 70 avocats en comptant les partners et les collaborateurs, ce qui n'est pas une très grosse structure pour Paris, mais c'est tout même un très bon cabinet, assez spécialisé dans mes domaines de compétences en matière bancaire et financière, en matière de private equity, d'asset management, de régulation, de restructuring. Cela permet de voir concrètement ce qui se passe et de découvrir des choses aussi.
Je pense en particulier à un dossier sur lequel j'ai travaillé. Je n'avais jamais tellement travaillé sur la question. J'en avais entendu parler, évidemment, parce que j'étais allé à Abidjan. C'est la question du droit de l'OHADA, le droit communautaire africain qui a été mis en place et qui est extrêmement intéressant. Cela permet d'ouvrir les horizons, de découvrir des choses nouvelles et je pense que c'est utile après pour la recherche et pour l'enseignement. On est moins déconnecté de la réalité.

Concrètement, comment ça se passe ? On vous soumet un dossier, vous pouvez le refuser ?

Oui, tout à fait, je peux refuser. Il y a différentes raisons, on peut refuser parce qu'on a déjà travaillé sur un dossier contre la personne qui demande la consultation, c'est une question de déontologie. On peut aussi refuser parce qu'on n'est pas suffisamment expert dans le domaine. Ce n'est pas la peine de prendre tous les dossiers si on n'y connaît rien. Mais après, c'est bien aussi d'avoir le temps de creuser un peu sur certains sujets.

Finalement, vous avez autant d'expérience en tant que consultant qu'en tant que professeur ?

Quasiment. J'ai une assez longue expérience, oui. La question peut être qui se pose, c'est pourquoi Paris ? J'habitais à Toulouse auparavant, puis j'ai déménagé à Paris. Je pense que pour le Master, pour le droit bancaire et financier, c'est vrai que beaucoup de choses se passent à Paris. Finalement, ça ouvre pas mal de portes. Pour moi, bien sûr, mais je pense aussi pour les étudiants. Le Master est connu à Paris à l'heure actuelle, aussi parce que j'y suis. Les débouchés du master sont plutôt à Paris. Ça oblige à faire les déplacements, mais je n'ai pas non plus des dizaines de déplacements dans l'année. J'observe surtout que j'ai un très grand soutien de la part du président de l'université et de la part du doyen de la faculté de droit, qui s'appuient sur le fait que je sois à Paris pour développer des partenariats, etc. Sans ce soutien, cela aurait été plus compliqué, mais dans la mesure où le travail est accompli, dans la mesure où je participe au développement de la faculté, de l'université et que le master fonctionne bien, il n'y a aucune difficulté. Je m'entends bien avec le président et le doyen et ils sont contents de ce que je fais.

Concernant vos activités subsidiaires, notamment votre activité à l'Association européenne pour le Droit bancaire et financier, qu'est-ce que vous y faites ?

C'est assez simple de rentrer dans l'association, il suffit d'être spécialisé dans les questions de droit bancaire et financier. Elle regroupe des praticiens et des universitaires. L'intérêt est de rencontrer d'autres personnes qui ont les mêmes centres d'intérêts et de faire un point sur les questions d'actualité. Cela permet d'échanger et de connaître du monde. C'est vrai qu'il est facile de connaître tous les professeurs qui sont spécialisés en droit bancaire et financier, tous les cabinets d'avocats, les banquiers, toutes les personnes qui travaillent dans ce domaine. Il y a un aspect informel qui est très important. Et après, il y a des activités régulières organisées par l'AEDBF : des conférences et, tous les deux ou trois ans, les Mélanges de l'AEDBF dans lequel chacun aborde un sujet en droit bancaire et financier.

Très bien, avez-vous quelque chose à ajouter ?

Je pense que l'aspect vocationnel derrière l'enseignement est important parce que, finalement, surtout en étant spécialiste en droit bancaire et financier, je pourrais être en cabinet d'avocat à temps plein. Mon niveau de vie serait probablement très différent... Mais, en fait, l'enseignement, le contact avec les étudiants, c'est quelque chose qui me passionne. J'aime beaucoup transmettre. J'aime voir que les étudiants comprennent quelque chose. C'est pour cela qu'en cours, je regarde beaucoup les étudiants pour voir s'ils sont perdus ou s'ils comprennent. Et souvent, un regard me permet de me dire « *Ça y est, ça, c'est passé.* » J'aime bien que les étudiants progressent, donc deviennent meilleurs. Et je suis content de voir qu'il y a des anciens étudiants qui, du point de vue des connaissances sur des sujets qui ont pu être abordés en cours, sont meilleurs que moi maintenant. C'est quelque chose qui me réjouit.
Et puis, finalement, quand on est professeur à l'université, on n'a pas l'impression de vieillir. Parce que les étudiants, eux, rajeunissent chaque année. C'est pour cela que c'est un métier qui est formidable. On n'est pas confrontés à des gens qui vieillissent en même temps que nous dans la vie professionnelle, mais on est toujours confrontés à des jeunes avides de connaître. Cela me plaît beaucoup et c'est enthousiasmant !

09 - PORTRAITS

PIERRE MATHÉ

Avocat en réglementation financière chez Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Par Nasser Abouquir

Quelles études avez-vous suivies ?

J'ai commencé par un bac général, série économique et sociale, obtenu avec une mention assez bien.
Ensuite, j'ai fait une année de prépa littéraire, hypokhâgne, au lycée Saint-Sernin à Toulouse.
Suite à cela, je me suis orienté vers une Licence en droit privé à Toulouse, puis un Master droit de l'entreprise, puisqu'à l'époque, le Master 1 et le Master 2 étaient séparés.
Ensuite, le Master 2 Secteur Financier dirigé par le Professeur NEUVILLE. Dans le cadre de ce diplôme, j'ai effectué mon stage de fin d'études à l'ACPR pour une durée de six mois.
Suite à cela, j'ai fait le Master of Science (MSc) MSc Droit et Management de l'ESCP Europe à Paris, diplôme permettant de compléter ses compétences en droit par des compétences en finance, ingénierie financière ou en encore en comptabilité. Durant mon stage à l'ACPR, j'avais pu constater que les aspects « *financiers* » avaient une importance toute particulière pour une carrière d'avocat en droit bancaire et financier.

En débutant vos études de droit, le droit bancaire et financier était un objectif pour vous ?

Non, ce n'était pas un objectif. Au début de ma licence, ce que j'avais adoré, c'était les cours de droit pénal. En fin de Licence 3, j'avais fait un stage de droit pénal chez un avocat pénaliste à Toulouse pendant trois ou quatre mois. J'avais beaucoup aimé la matière en pratique. Le travail était très prenant, mais il y avait un aspect psychologique prégnant qui ne me convenait pas.
Cette expérience m'a permis de me conforter dans mon choix en Master 1 de faire du droit de l'entreprise et d'être sur des parcours plus de conseil en droit des affaires. Le Master 1 étant assez généraliste, c'est en discutant avec le Professeur NEUVILLE que j'ai été convaincu de rejoindre le Master Secteur Financier. La formation qui était très professionnalisante, axée bancaire et financier, mais assez large, avec une vocation de nous ouvrir vraiment au monde de l'entreprise et des cabinets d'avocats.

Quand avez-vous présenté l'examen du CRFPA ?

Je l'ai présenté à la fin de mon MSc à l'ESCP. Pendant mon stage à l'ACPR, j'étais dans le service du droit des affaires institutionnelles et du droit public, mais c'était davantage axé affaires institutionnelles. Ce service juridique était notamment en charge de l'assistance du Collège de l'Autorité lorsqu'il y avait des procédures de sanctions des établissements. A cette occasion, j'ai pu me familiariser avec le travail d'un avocat dans le domaine du droit bancaire et financier, surtout en réglementation financière et ça m'a beaucoup intéressé et cela m'a décidé à passer le CRFPA.

Pour valider mon MSc, j'ai fait un stage de fin d'études chez Herbert Smith Freehills. À ce moment-là, j'ai pu découvrir le domaine du droit bancaire, cette fois-ci du côté des avocats, et ça m'a plu.
À la suite de cette expérience, j'ai effectué d'autres stages et puis j'ai passé mon CRFPA en septembre de l'année d'après. Je l'ai eu et j'ai enchaîné les 18 mois de formation. D'abord par les cours, puis à la suite un PPI et le stage final chez Herbert Smith Freehills. À la fin de mon stage final, j'ai été recruté directement par ce cabinet et j'y suis resté les six premières années de collaboration.

Considérez-vous que vos résultats universitaires ont été déterminants dans votre parcours ?

Je pense que c'est assez important et que les recruteurs peuvent attacher une importance aux résultats académiques et aux différentes mentions et au côté sélectif du Master réalisé. C'est important, au moins, pour trouver le premier stage ou pour décrocher le premier entretien. Plus le parcours académique est cohérent et les résultats sont bons, plus il est facile de décrocher au moins l'entretien pour le stage et ensuite de pouvoir montrer ses qualités au moins pendant un entretien avec les différents recruteurs.

Pensez-vous qu'une formation complémentaire ou avoir plusieurs Barreaux est nécessaire dans votre branche ?

Nécessaire, non, mais ça peut être utile s'il y a un besoin de renforcer le CV. Typiquement, après mon Master 2, ça avait été plus difficile de décrocher des entretiens pour des stages dans des cabinets d'avocats d'affaires alors qu'après mon MSc à l'ESCP, j'avais eu plus de retours positifs. Je pense toutefois que le Master Secteur Financier a gagné en visibilité depuis les dix dernières années et que mon expérience personnelle se vérifie moins aujourd'hui.

En outre, il faut bien comprendre que l'anglais est aujourd'hui un prérequis. C'est obligatoire dans l'intégralité des cabinets d'avocats d'affaires internationaux. Il faut être capable d'avoir un anglais professionnel, tant à l'oral qu'à l'écrit. Si vous ne l'avez pas pendant vos études ou si vous vous rendez compte qu'après un premier stage, il y a une petite faiblesse en anglais, un LLM ou un parcours à l'étranger peut être intéressant. Concernant la multiplicité des Barreaux, en droit bancaire financier, un certain nombre d'avocats ont le Barreau de New York. Tout cela est dû à un accroissement des étudiants poursuivant vers un LLM, mais ce n'est pas obligatoire. En revanche, dans certains domaines, comme l'arbitrage international, cela peut s'avérer nécessaire.

Auriez-vous des conseils pour les futurs-élèves avocats ?

Premièrement, je pense qu'il est important de choisir son stage final et de le faire dans un endroit où on aimerait travailler ou alors dans un cabinet où on a déjà fait un stage. De cette façon, on est déjà connu des personnes qui vont faire le recrutement, et il faut savoir que le recrutement des jeunes collaborateurs se décide assez tôt durant le stage final. Si vous avez déjà fait des stages dans un domaine qui vous plaisait, dans une équipe qui vous a plu et que vous avez envie de travailler avec eux plus tard, je recommanderais de faire le stage final dans le même cabinet pour faciliter le recrutement.
Deuxièmement, concernant le projet pédagogique individuel (PPI), comme je l'ai mentionné plus tôt, je n'avais pas fait de stage ou d'études à l'étranger pendant mon parcours. J'ai profité de mon PPI pour aller à l'étranger pendant six mois afin de faire un stage dans un cabinet d'avocats à New-York pendant six mois. Il était important pour moi d'avoir une ouverture un peu plus internationale, pour essayer de travailler complètement en anglais pendant six mois, tant à l'écrit qu'à l'oral.
En outre, ce sont des choses qui, sur un CV, permettent d'ouvrir à la discussion avec les recruteurs. Mais il faut réfléchir à votre projet de manière globale. Il est important de savoir dès l'école d'avocat où vous voulez aller et pour bâtir votre formation à l'école des avocats selon le projet que vous vous êtes fixé. Par exemple, si vous voulez vous spécialiser en réglementation financière, mais que vous trouvez que vos stages ou vos formations n'étaient pas très spécifiques là-dedans, vous faites un PPI en réglementation financière, puis un stage dans un cabinet d'avocat spécialisé en réglementation financière. Vous façonnez votre parcours sur cette dernière année pour vous spécialiser. Je pense qu'il est important de ne pas perdre de vue votre projet à terme.

Quel est votre rôle en tant qu'avocat en réglementation financière ?

La réglementation financière est une spécialité en cabinet d'avocats relativement nouvelle. La plupart des cabinets sont sur ce marché depuis la crise de 2008. Le rôle de l'avocat est vaste dans une matière en évolution permanente et dans laquelle on constate un accroissement important des textes législatifs et réglementaires. On a à la fois un rôle en matière de conseil et en matière de contentieux. Quand on est dans la partie conseil, c'est plus de l'analyse de la réglementation et de l'applicabilité de la réglementation à nos clients. On assure ce rôle de conseil aussi bien sur des aspects de droit européen que des aspects de droit français, car la majorité des textes sont désormais issus du droit européen. Nous intervenons par exemple en matière prudentielle ou sur des aspects de droit bancaire plus « *classique* » (monopole bancaire, crédit à la consommation…).
On intervient également en tant que conseil aussi bien sur des opérations de M&A, de joint-venture ou de restructuration lorsque les établissements concernés par ces opérations de M&A sont des établissements régulés. Lorsqu'on veut acquérir une banque ou acquérir une société de gestion de portefeuille par exemple, il y a des procédures ACPR ou AMF à respecter. Et ces procédures ont un impact fort sur l'opération de M&A puisque, notamment lorsqu'on acquiert une banque, il y a une autorisation préalable de la Banque centrale européenne à obtenir.
Il est nécessaire d'être spécialisé dans ce domaine pour avoir les bons réflexes et être le plus efficace possible pour délivrer un conseil au client.
En outre, la réglementation financière implique également une partie contentieuse, notamment devant les autorités de régulation (ACPR ou AMF).
En tant que collaborateur chez Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, je suis impliqué sur les deux aspects de la réglementation financière : conseil et contentieux.

Est-ce que la partie contentieuse peut parfois se retrouver devant une juridiction à proprement parler ?

Oui, c'est possible même si dans le type de cabinets dans lequel j'exerce, le contentieux juridictionnel serait assuré par des équipes spécialisées sur ces questions.

D'un point de vue personnel, est-ce frustrant de suivre tout un dossier et de devoir le transmettre par la suite ?

Non, parce qu'en pratique, c'est un travail d'une équipe globale et on continuera à être impliqué sur le dossier. Cela est nécessaire pour être plus efficace pour le client et pour apporter une meilleure réponse. En effet, quand on demande de l'aide ou de l'assistance à un collègue qui est plus spécialisé dans un domaine, c'est qu'il y a vraiment besoin de cette spécialité-là. En réalité, c'est un avantage de pouvoir s'appuyer sur quelqu'un qui a une expertise dans un domaine précis et qui saura se montrer plus efficace.

Au quotidien, quelles sont vos missions ?

Mes missions sont très vastes. C'est aussi bien de la rédaction de mémorandums juridiques et d'analyse. Mais également la gestion de la demande d'autorisations réglementaires, notamment lors d'opération de changement de contrôle. Dans ce cadre, nous faisons le lien avec les équipes qui sont en charge de la partie M&A pour comprendre et structurer l'opération. Et puis, on la présente à l'ACPR et on assure le suivi du dossier, c'est-à-dire les premiers échanges avec l'ACPR jusqu'aux derniers et aux différentes questions que l'ACPR peut avoir sur ce dossier.

Ensuite, dans le cadre d'un dossier en contentieux, nous procédons à la rédaction des demandes, des écritures en réponses ou de tout autre document requis par la procédure.

Durant vos journées, la rencontre de clients est-elle courante ?

C'est assez rare, mais ça peut arriver. Je dirais que c'est de moins en moins le cas, notamment parce qu'il y a un accroissement des signatures à distance avec DocuSign et des réunions en visio-conférence. On se déplace moins chez les clients pour faire signer des documents ou pour les rencontrer. Toutefois, le contact direct avec le client est maintenu notamment par les avocats associés, quand ils démarchent des clients.

Avez-vous l'opportunité de travailler sur des dossiers américains ou plus généralement anglo-saxons ?

Oui, il y a souvent des dossiers américains. Une grosse partie de la clientèle est une clientèle d'institutions américaines qui

ont des questions pour leurs filiales, leurs succursales ou leurs sociétés dans leur groupe en Europe ou en France. Et oui, il y a souvent des interactions avec les équipes à New York ou à Washington sur ces questions et des mémos d'analyse comparée.

Depuis combien de temps exercez-vous votre profession ?

Je suis dans ma septième année d'exercice. Je suis actuellement avocat collaborateur. Pour simplifier, un « *avocat collaborateur* » se voit confier des dossiers à traiter et pour un avocat associé qui lui doit aller démarcher des clients et après traiter le dossier avec des avocats collaborateurs.

Comment se sont déroulées vos premières recherches de stages ?

Ma famille et mon entourage n'avaient pas de lien particulier avec le Droit, donc je connaissais assez mal le marché des cabinets d'avocats et notamment le processus de recrutement des stagiaires. Après l'année à l'ESCP, en échangeant avec les étudiants, j'ai mieux compris le fonctionnement. J'ai envoyé des CV, il y a eu pas mal d'entretiens dans différents cabinets. La recherche du premier stage a été difficile et un peu fastidieuse, mais ça a fini par aboutir. La suite du processus de recherche est facilitée par la réalisation d'un premier stage dans un cabinet reconnu. On est plus facilement rappelé par d'autres cabinets.
Maintenant, je trouve qu'avec le Master 2 Secteur Financier et le fait qu'il y ait des rencontres avec des cabinets d'avocats à Paris ou des intervenants du Luxembourg, vous avez plus d'informations préalables qui sont importantes pour bien réaliser son dossier de candidature. Ce sont d'ailleurs des sujets qui peuvent être abordés lors de ces réunions avec les intervenants, pour comprendre le fonctionnement du processus de recrutement pour les stagiaires ou connaître les délais à respecter.

Quelle est l'importance accordée aux langues étrangères en cabinet ?

Le prérequis dans tous les cabinets d'avocats d'affaires aujourd'hui est l'anglais. En règle générale, les autres langues étrangères sont un plus mais il ne s'agit pas d'une obligation, sauf peut-être dans certains domaines tels que l'arbitrage international.

Selon vous, trouver du travail dans votre branche est-ce difficile ?

La réglementation financière est un secteur dit de « *niche* », le nombre de cabinets disposant d'une équipe dédiée est donc relativement limité même s'il s'agit d'une pratique en expansion. Dès lors, il y a donc peu d'offres mais leur nombre tend à croître sur les dernières années et cette tendance devrait perdurer dans les prochaines années.

Êtes-vous démarché par des recruteurs ?

Oui, on est démarchés régulièrement. Personnellement, je l'ai constaté à partir de la fin de la première année de collaboration. Il est fréquent d'être contacté plusieurs fois par mois par des recruteurs qui nous proposent des postes qui correspondent à notre profil. Aujourd'hui, c'est souvent via LinkedIn. A mon sens, il me semble important de garder de bonnes relations avec les recruteurs qui nous permettent d'avoir des informations générales sur le marché des avocats et sur sa dynamique, les mouvements et sur les perspectives d'avenir dans certains cabinets.

Avez-vous déjà été démarché par des cabinets à l'étranger ?

Oui, ça m'est arrivé, pour des offres au Luxembourg notamment.

Votre profession vous permet-elle d'avoir du temps libre ?

Le niveau d'activité est variable en fonction des journées et il n'est pas toujours évident de se dégager du temps libre. Lorsque l'activité est foisonnante, il est fréquent que la journée de travail déborde le soir et les week-ends. Toutefois, arriver à se dégager du temps libre même dans ces situations est important pour pouvoir souffler et avoir un équilibre entre travail et vie personnelle. Généralement, j'essaye de conserver du temps autour de la pause déjeuner pour faire du sport ou alors le matin avant de commencer la journée, quitte à arriver au cabinet entre 9h30 et 10h. Ce que je constate de mon expérience c'est qu'il faut être flexible parce qu'il est compliqué d'imposer des activités à jour et heure fixe. La préservation de temps libre dans la semaine est primordiale pour exercer ce métier dans la durée à mon sens. Ce n'est pas évident, surtout au début de la collaboration, où il n'est pas rare d'avoir l'impression d'être constamment sous pression et sous trop de travail. Mais c'est justement en réussissant à s'extirper de cet environnement de travail que l'on arrivera à mieux gérer les dossiers et à garder le recul nécessaire.

Quelle est la place de l'épanouissement au travail pour un avocat ?

Il me semble nécessaire d'aimer ce que l'on fait pour accepter un travail qui déborde régulièrement au-delà des horaires « *classiques* » d'un poste. Il faut aimer l'environnement dans lequel on travaille. C'est un métier dans lequel la formation a une place primordiale. En tant que stagiaire, on arrive avec notre bagage universitaire qui permet essentiellement de bien structurer nos réponses et d'avoir un bon esprit d'analyse et de synthèse. Toutefois, le monde professionnel reste différent du monde universitaire. La formation universitaire doit être complétée par une formation professionnelle importante qui nous est délivrée par les personnes avec lesquelles on travaille. C'est pourquoi, il faut apprécier travailler en collaboration avec ces personnes, parce que ce sont elles qui nous apprennent beaucoup de choses sur la gestion des dossiers ou la structuration des réponses en fonction des attentes des clients.
Toutes ces choses s'apprennent au contact de personnes plus expérimentées. Petit à petit, il faut tirer le meilleur des gens avec lesquels on travaille. C'est important de bien s'entendre et de vouloir travailler avec eux.

Avez-vous été surpris par l'univers des cabinets d'avocats ?

Oui, j'ai été surpris en découvrant cet univers. Surpris que des gens soient capables de travailler autant tout en restant concentrés, sympathiques et en réussissant à à raisonner et à analyser des problèmes malgré l'amplitude des horaires de travail.

En réalité, tout est une question de priorité et d'organisation de son temps, mais tout cela, ça vient avec l'expérience..

Quel est le souvenir le plus marquant de votre carrière ?

J'en ai plusieurs, cependant, il y a eu un dossier plus marquant que les autres dans lequel on conseillait un investisseur qui voulait acquérir une partie du capital d'une entreprise de la distribution. Dans ce dossier, il y avait un contexte d'urgence, parce que la société à acquérir connaissant des difficultés financières. L'opération était également complexe à structurer pour un tas de raisons, tant opérationnelle que réglementaire. Au vu de ces éléments, la quantité de travail était très importante sur un timing très contraint. Toutefois, malgré la charge de travail, je garde un bon souvenir du dossier grâce à un travail en équipe remarquable qui m'a beaucoup appris, tant sur la gestion des attentes du client, des négociations avec les diverses parties prenantes et les confrères ainsi que le respect du timing contraint.

Pour conclure, ce souvenir me semble être un bon résumé de ce que doit être un avocat dans un cabinet d'avocats d'affaires, à savoir être capable de travailler vite et beaucoup dans un environnement où, de temps en temps, il peut y avoir de la pression, tout en conciliant les intérêts des parties prenantes et de son client. En conseil, tout en défendant les intérêts de son client, il faut savoir être à l'écoute des demandes des parties adverses pour arriver à une solution qui soit satisfaisante pour tout le monde.

10 - VULGARISATION

COMPRENDRE LES PRODUITS DÉRIVÉS

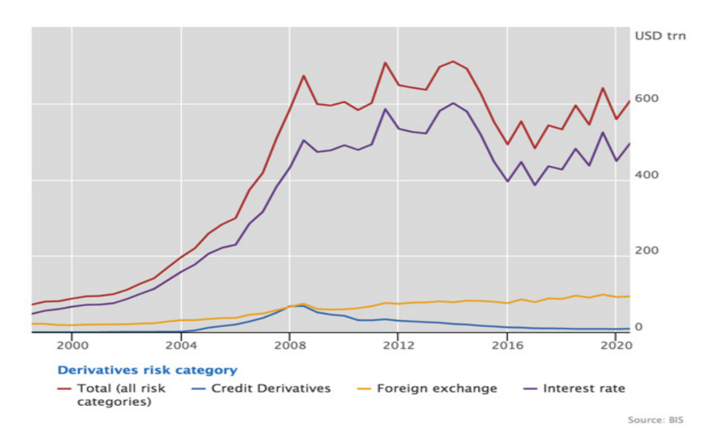
Par Nelly Bézard

En l'espace de cinquante ans, les marchés financiers ont été transformés par l'apparition de nombreux instruments et produits financiers plus ou moins complexes. Dans les années 1970, les premiers produits dérivés sont négociés sur les marchés financiers.

Les produits dérivés sont des instruments financiers dont la valeur dépend (ou dérive) du prix ou de la valeur d'un actif sous-jacent. Cet actif sous-jacent est souvent le prix des actifs négociables tels que des actions, des taux d'intérêt ou des matières premières. Par exemple, un cultivateur de blé, inquiet vis-à-vis des fluctuations du prix du blé sur le marché, peut conclure, avec une entreprise qui fait de la farine, un contrat à terme stipulant que, dans un an, il lui fournira une certaine quantité de blé à un prix qu'ils conviennent à la signature du contrat. Ils sont ainsi protégés contre une baisse du prix du blé pour le cultivateur et contre une augmentation du prix du blé pour l'entreprise produisant de la farine de blé.

Conçus pour répondre au mieux aux différents besoins des entreprises, des institutions financières, des investisseurs et des emprunteurs, les produits dérivés sont destinés à plusieurs objectifs. Ces objectifs sont principalement l'assurance et la spéculation. Ils peuvent notamment permettre de transférer certains risques financiers vers la partie au contrat qui peut les supporter plus facilement. Par exemple, une compagnie d'assurance qui prévoit une hausse des sinistres liés aux tempêtes peut conclure un contrat avec une institution financière pour lui transférer ce risque. Si les sinistres dépassent un certain seuil, l'institution financière compense une partie des pertes de la compagnie d'assurance, ce qui transfère le risque lié aux tempêtes à l'institution financière et aide la compagnie d'assurance à mieux gérer ses finances.

Futures, swaps, options... Des concepts complexes au premier abord, mais dont l'utilisation sur les marchés financiers connaît une expansion significative depuis 1970. Les produits dérivés s'échangent sur les marchés dérivés à l'échelle mondiale, et ces marchés, mesurés en termes d'actifs sous-jacents, surpassent même le marché des actions.



Parmi les produits dérivés les plus utilisés, les contrats à terme (Futures ou Forward contracts) sont très populaires. Ils sont relativement simples puisqu'ils consistent à s'accorder sur l'achat ou la vente d'un actif à une date future déterminée pour un prix déterminé. Les options sont un autre type de produits dérivés, ce qui les différencie des contrats à terme, c'est que le détenteur d'une option dispose d'un droit qu'il n'est pas obligé d'exercer s'il ne veut plus acheter ou vendre. Les swaps sont des contrats conclus afin d'aider les institutions financières, les multinationales et les banques à se protéger contre les risques financiers liés aux fluctuations des taux de change ou des taux d'intérêt. Ils permettent à ces acteurs de couvrir une multitude de paiements à risque en une seule transaction.

Ainsi, on s'aperçoit que les produits dérivés offrent des avantages significatifs pour les entreprises, les institutions, les investisseurs et les emprunteurs. Pour ces acteurs, ils permettent une meilleure gestion des risques liés aux fluctuations des taux de change, des taux d'intérêt et des prix de matières premières. Les entreprises peuvent optimiser leur planification et stabilité financière, les investisseurs ont différents moyens de diversification, de couverture et d'augmentation des rendements, les emprunteurs peuvent optimiser les coûts et conditions d'emprunt et les institutions sont à même d'équilibrer leurs portefeuilles et maximiser leur rendement afin de renforcer leur position sur les marchés mondiaux. L'utilisation judicieuse des produits dérivés améliore ainsi la gestion des risques et la performance des acteurs financiers.

1 Robert L. McDonald, Derivatives Markets, Third Edition, Pearson New International Edition, 2014
2 John C. Hull, Options, Futures and Other Derivatives, Eleventh Edition, Global Edition, Pearson, 2022
3 Gunther Capelle-Blancard, *Les marchés dérivés sont-ils dangereux ?*, Revue économique, vol. 60, 2009/1, p.157 à 171

11 - VULGARISATION

LA TITRISATION

Par Alan Buléon

La titrisation consiste à transformer des actifs peu liquides, par exemple des crédits bancaires, en titres financiers, dans l'objectif de les revendre plus facilement à des investisseurs.
En vendant une partie de leur portefeuille de crédits, les banques peuvent ainsi obtenir des liquidités, ce qui leur permettent de consentir de nouveaux crédits : cela soutient donc la croissance économique.

Le cédant, souvent une banque, vend des créances à ce qu'on appelle un SPV (Special Purpose Vehicle). Ce dernier fera l'intermédiaire entre la banque et les investisseurs. En France, le SPV prend la forme d'un Fonds Commun de Titrisation (FCT).
Le SPV va regrouper les créances précédemment achetées à la banque selon leurs caractéristiques pour proposer des titres financiers avec différents profils de risques et de rendement. Ces titres financiers sont des ABS (Asset Backed Securities). Des agences de notation vont ensuite évaluer les actifs émis et y attribuer une note en fonction du risque. Le risque minimal est le AAA.

En France, la titrisation fut instaurée par la loi du 23 décembre 1988, complétée par le décret du 9 mars 1989. L'objectif était triple :
• Augmenter les fonds propres des banques
• Diminuer le coût de refinancement des banques
• Élargir la gamme des produits financiers disponibles en France

Nous avons beaucoup entendu parler de la titrisation pendant la crise des Subprimes de 2008. En effet, les banques se débarrassaient des crédits risqués, appelés « *subprimes* », en utilisant la titrisation. Une fois titrisés, les crédits se sont propagés sous forme d'ABS dans tout le système financier mondial. Sans cette pratique, la crise serait probablement restée une crise immobilière américaine.

Un encadrement de la titrisation est donc nécessaire. Depuis la crise de 2008, l'Union européenne a instauré plusieurs dispositifs qui vont dans ce sens. On peut citer la création du label européen STS (Simple Transparente Standardisé), qui permet aux investisseurs de bénéficier d'une meilleure information, ce qui entraîne une diminution des risques. De plus, il existe désormais des exigences de fonds propres des banques (règlement européen du 26 juin 2013).



Les 20 ans de l'Autorité des Marchés Financiers

Colloque sous le haut patronage de Madame **Yaël Braun-Pivet**
Présidente de l'Assemblée Nationale

Vendredi 24 Novembre 2023

Salle Victor Hugo

Immeuble Jacques Chaban-Delmas
101, rue de l'Université 75007 Paris

Organisation

Sébastien NEUVILLE
Professeur à l'université Toulouse Capitole et à Sciences Po Paris

Nicolas RONTCHEVSKY
Professeur à l'université de Strasbourg

Les organisateurs remercient chaleureusement Olivier Boulon pour sa contribution essentielle







